

集団投資スキームに関するワーキンググループ

レポ ー ト

集団投資スキームに関するWG名簿

メンバー	岩原 紳作	東京大学法学部教授
	上村 達男	早稲田大学法学部教授
	神田 秀樹	東京大学法学部教授
	道垣内 弘人	東京大学教養学部助教授
オブザーバー	柿沼 光宏	興銀NWアセットマネジメント業務企画部長
	佐藤 一雄	前不動産シンジケーション協議会専務理事
	福島 啓修	オリックス株式会社営業開発部課長
	丸山 高行	住友生命保険企画調査部部長代理
	三雲 隆	東洋信託銀行業務企画部次長
	柳澤 達維	大和証券経営企画部付次長
関係省庁等	外山 晴之	日本銀行企画室調査役
	西原 政雄	金融監督庁監督部銀行監督課長

(敬称略、50音順)

「集団投資スキームに関するWG」の審議経過

平成11年2月3日 第1回

顔合わせ

集団投資スキームに関する主な論点

平成11年2月25日 第2回

集団投資スキームに関する主な論点

平成11年3月15日 第3回（ホ-ル-ル-リ-テ-ィ-ルに関するWGとの合同会合）

受託者責任（fiduciary duty）関連について

平成11年4月21日 第4回

メンバー・オブザーバー意見発表

- 神田 秀樹 東京大学法学部教授
- 上柳 敏郎 東京駿河台法律事務所・弁護士
- 佐藤 一雄 前不動産シンジケーション協議会専務理事
- 丸山 高行 住友生命保険企画調査部部長代理

平成11年4月28日 第5回

メンバー・オブザーバー意見発表

- 上村 達男 早稲田大学法学部教授
- 岩原 紳作 東京大学法学部教授
- 福島 啓修 オリックス株式会社営業開発部課長
- 柳澤 達維 大和証券経営企画部付次長

平成11年5月12日 第6回

メンバー・オブザーバー意見発表

- 道垣内弘人 東京大学教養学部助教授
- 柿沼 光宏 興銀NWアセットマネジメント業務企画部長
- 三雲 隆 東洋信託銀行業務企画部次長

平成 11 年 5 月 26 日 第 7 回

「議論のためのたたき台」について

平成 11 年 6 月 15 日 第 8 回

「素案」について

平成 11 年 6 月 30 日 第 9 回

WGのとりまとめ

集団投資スキームに関するWG

レポ ー ト

目 次

1．ワーキンググループにおける基本的な問題意識……………	1
(1) 「新しい金融の流れ」と集団投資スキームの意義……………	1
(2) 我が国の集団投資スキームに関する法制・ルール of 現状……………	2
(3) ワーキンググループにおける基本的な問題意識……………	2
2．集団投資スキームに関する法制・ルール of 適用対象……………	5
(1) 集団投資スキーム of 定義・メルクマール……………	5
(2) 集団投資スキームに関する法制・ルール of 適用対象……………	6
3．集団投資スキームに関するルール of 必要性と基本的アプローチ……………	9
(1) 集団投資スキームに関するルール of 必要性……………	9
イ、投資 of 受動性・共同性に起因する問題 of 解決……………	9
ロ、リスク of 所在、リスク分担 of 具体化・明確化……………	9
(2) 情報開示による対応……………	11
(3) ガバナンス機能 of 活用による対応……………	11
イ、ピークル of 運営者 of 行為規範……………	13
ロ、投資者 of 権利行使……………	13
ハ、第三者による外部チェック……………	13
(4) 受託者責任 of 具体化・明確化による対応……………	14
イ、受託者責任 of 具体化・明確化 of 必要性……………	14
ロ、受託者責任に関するルール of 内容……………	15
ハ、責任関係 of 具体化・明確化 of 方法と手続き……………	16
ニ、受託者責任 of エンフォースメント……………	17
4．集団投資スキームに関するルール of 枠組みと基本的内容……………	18
(1) 集団投資スキームに関するルール of 枠組み……………	18

イ、スキームの「仕組み」に関するルール	18
ロ、スキームの運営に関するルール	18
ハ、スキームから組成された金融商品の取引に関するルール	18
(2) 資産運用型スキームに関するルール	19
イ、ガバナンス機能の活用に関するルール	19
ロ、仕組み行為に関するルール	20
ハ、資産運用、助言に関するルール	20
ニ、資産管理に関するルール	22
(3) 資産流動化型スキームに関するルール	23
イ、ガバナンス機能の活用に関するルール	23
ロ、仕組み行為に関するルール	24
ハ、資産管理等に関するルール	25
(4) スキームの適格性 (fit and proper)	25
(5) その他の論点	26
イ、業者の適格性 (fit and proper) に関するルール	26
ロ、その他の仕組み行為に関するルール	27
ハ、投資者の属性によるルールの相違	28
ニ、クロスボーダー取引	29
5. スキームから組成された金融商品の取引に関するルール	30
(1) 販売・勧誘に関するルール	30
(2) 市場ルール	30
イ、ディスクロージャーに関するルール	30
ロ、その他の市場ルール	32
6. 横断的な集団投資スキームに関する法制のあり方	33
7. 新しい集団投資スキームに関する法制・ルールに対応した環境整備	34
(1) 税制・会計制度の整備	34
(2) エンフォースメント体制の整備	34
(3) その他の環境整備	34

(参考資料)

1 . メンバーの意見発表資料

- 「 集団投資スキームに関する法制整備のあり方 」 …………… 39
（ 東京大学法学部教授 神田秀樹 ）
- 「 集団投資スキームの考え方と金融サービス法 」 …………… 48
（ 早稲田大学法学部教授 上村達男 ）
- 「 金融サービス法試論 」 …………… 66
（ 東京大学法学部教授 岩原紳作 ）
- 「 集団投資スキームに関するルールのあり方
～ いわゆる専門家・受託者責任をめぐって～ 」 …………… 80
（ 東京大学教養学部助教授 道垣内弘人 ）

注) 資料の順番は、メンバーの意見発表順である。

2 . 参考資料 …………… 99

1. ワーキンググループにおける基本的な問題意識

(1) 「新しい金融の流れ」と集団投資スキームの意義

我が国の金融に対する家計や企業等のニーズは、1200兆円の個人金融資産に象徴される経済の成熟化に伴う経済のストック化の進展、さらにその背景にある高齢社会への移行や経済のグローバル化といった経済・社会の基礎的な構造変化により大きく変化している。すなわち、資金供給面においては、個人・家計の資産運用ニーズが多様化する一方、資金需要面においては、経済構造の大きな変化の中で、相応のリスクのある資金需要に対して経済社会全体でリスクをテイクしていくような対応が求められている。こうした需給双方のニーズを結びつけ、広範な主体が自らの判断に基づきリスクをテイクすることを容易にし、経済全体としてのリスク配分の効率化・分散化を促すような新しい金融仲介チャンネルを整備・拡充していくことが「新しい金融の流れ」として重要になると考えられる。

「新しい金融の流れに関する懇談会（金融を巡る諸問題に関係する13省庁等による共同勉強会）」の「論点整理」（昨年6月公表。以下「論点整理」という。）でも指摘されているように、各種の金融の専門家がそれぞれ責任を持って資産の運用・管理あるいは資産の流動化等を行う形態である集団投資スキームは、多様なリスクとリターンを組み合わせた金融商品を組成する仕組みとして、資本市場を通じた新しい金融仲介チャンネル（いわゆる「市場型間接金融」）の中心的存在となることが期待されている。

また、集団投資スキームは、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理、販売・勧誘といった金融サービスの機能に応じて、多数の金融サービス業者が専門家としてスキームに関与するものであり、分業体制の下、各業者がその専門性を発揮する形で運営されるものである。このような集団投資スキームが一層発展することにより、投資者にとってより魅力的な金融商品がより効率的に提供されることが期待されている。

（注）本レポートでは、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理、販売・勧誘等の「金融商品」に係る諸行為（「論点整理」における「金融サービス」）を専門的に事業として反復・継続して行う者を「金融サービス業者」と呼んでいる。

また、集団投資スキームにより組成された金融商品に投資する者を「投資者」と呼び、投資者に集団投資スキームを活用して資金調達を行う者等を加えたものを「利用者」と呼んでいる。

(2) 我が国の集団投資スキームに関する法制・ルールの現状

集団投資スキームは、「新しい金融の流れ」において重要な役割を果たすことが期待されているが、我が国の集団投資スキームに関する法制・ルールについては、以下のような問題が存在するといわれている。

我が国の法制は、投資対象毎、商品毎の縦割りのものとなっており、各法律に基づく集団投資スキームにおいては、多様な投資対象を組み合わせた商品の設計や利用しうる資金の受け皿となる組合、信託、会社といったファンド等（いわゆるビークル）の種類に一定の制約が存在するため、金融イノベーションの進展の支障となるおそれがある。

各法律間でルールの整備状況にばらつきが見られることから、投資対象や商品の違いによって適用されるルール内容に不整合が生じている。

縦割り法制の対象とならない集団投資スキームについては、スキームが実際に組成されてはいるが明確に対応するルールが存在しないものや、スキームの組成自体が困難なものも存在する。

(注) 本レポートでいう「ルール」とは、金融サービス業者または利用者間の権利義務関係や責任関係等について、例えば、どういう場合に、誰がどのような種類のリスクを負担するのか、また、それぞれの主体がなすべきこと、してはならないことは何か、等を事前に決めておく約束事（規範）の総体を指している。従って、法令で定められた規則のみを意味するものではなく、判例により形成された法理、自主規制団体による自主ルール、当事者間での契約等による取り決め、金融サービス業者のコンプライアンス（法令遵守）のための社内規則等のすべてを含むものである。

(3) ワーキンググループにおける基本的な問題意識

我が国の集団投資スキームについては、先般の金融システム改革において、証券投資信託制度における私募投信の導入、受益証券への証券取引法上のディ

スクロージャーの適用等の大幅な改革が行われるとともに、証券投資法人（いわゆる会社型の投資信託）を利用した資産運用のための制度やSPC（特定目的会社）を利用した資産流動化のための制度が創設されるなど、法制・ルールの整備が進められている。

さらに、21世紀における我が国の金融を展望すると、このような金融システム改革の本格的な進展や情報処理・通信技術の発展とともに、業態の枠にとられない多様かつ高度な金融商品・サービスの提供が広がっていくことが予想される。このような状況に対応するためには、現行の縦割り法制の体系を金融サービスの機能面に着目した横断的かつ整合的な法体系へと見直し、市場メカニズムや金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールとしていくことが必要である。このように、社会的なインフラである法的基盤を整備することが、より自由な金融商品開発等を通じた金融イノベーションの促進にもつながるとともに、円滑で効率的な金融取引と適切な投資者保護の確保にも資するものと考えられる。

このような状況の下で、集団投資スキームについて、投資対象資産やビークルの形態に関わらず横断的に適用されるような法制・ルールを整備することにより、

ルールの具体化・明確化が図られることにより、投資者のニーズに合うような多様な商品提供が可能となるなど、金融市場の活性化等につながるるとともに、金融の新しい変化に対しても柔軟かつ整合的に対応しうる、

金融商品に関する法制・ルールの整合性が図られることにより、多様な金融商品について調和のとれた発展が可能となる、

リスクの所在やリスク分担の明確化が図られることにより、取引の効率性や安定性が高まるとともに、適切な投資者保護も図られる、

金融仲介チャネルの多様化が図られることにより、経済社会の変化にも柔軟に対応しうるるとともに、経済の活性化にも資する、

といった効果が期待しうる。

「論点整理」では、集団投資スキームのような「新しい金融の流れ」に対応した新しい金融法制・ルールの枠組み（以下、いわゆる「金融サービス法」という。）について、広範な論点が提起されているが、本WG（ワーキング・グループ）においては、いわゆる「金融サービス法」の議論の一環として、集団投資スキームに関する法制・ルールについて、「集団投資スキームとは何か」、「あるべき集団投資スキームに関する法制・ルールは何か」といった基本的な視点も踏まえて検討を行った。

(注)本レポートにおける「集団投資スキームに関する法制・ルール」とは、その法形式(「器」)を問わず、集団投資スキームに対して適用されるべき法制・ルールのことを指している。「横断的な」という用語を使用した場合には、そのような集団投資スキームに関する法制・ルールにおけるルール内容等の横断性を意味するものである。

2. 集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象

(1) 集団投資スキームの定義・メルクマール

「論点整理」では、集団投資スキームについて「仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネージャー等）が運用・管理する仕組み」としてとらえるとともに、このような集団投資スキームから組成される商品として、証券投資信託、商品ファンド、不動産共同投資商品、実績配当型の金銭信託商品、SPC等を通じた証券化商品等を挙げている。

このような金融商品を個別により詳しくみると、証券投資信託、商品ファンド、実績配当型の金銭信託商品等の仕組みは、投資者から集めた資金をプールし、これを専門家たるファンド・マネージャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資者に配分するものであり、「資産運用型」の集団投資スキームとしてとらえることができる。

他方、SPC法や特定債権法による証券化商品等の仕組みは、専門家たるアレンジャー等が特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行うものであり、「資産流動化型」の集団投資スキームとしてとらえることができる。

このように集団投資スキームは「資産運用型」、「資産流動化型」といった二つの大きな類型にわけてとらえることができると考えられるが、横断的な集団投資スキームに関するルールを検討する前提として、まずは両類型に共通する性質を抽出し、「集団投資スキーム」としての統一的な定義・メルクマールを考える必要がある。

ここで英米の法制における集団投資スキームの定義・メルクマールをみると、英国の金融サービス法では、適用対象として「投資物件」が定められており、この「投資物件」の一つとして「集合投資計画（Collective Investment Scheme）のユニット」がある。「集合投資計画」は「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決め」であり、「取決めの参加者に対して財産の取得、保有、管理または処分から生じる利益や所得に参加したり、これらから支払われる金銭の受取りを可能にするもの」をいう。また、「取決めは参加者が財産の管理を日々支配できないものでなければならない（受動性）」が、取決めは「参加者の出資金や参加者に対して支払われる利益や所得がプールされること（共同性）」または財産

が計画の運営者等によって管理されることのいずれか、または両方の特質を有すること」とされている。

一方、米国においては、連邦証券法の適用対象として「証券」が定められており、この「証券」の一つとして「投資契約」がある。連邦最高裁の判例によると、金銭出資が行われること、共同事業であること（共同性）、利益が専ら投資者以外の者の努力によって生じること（受動性）という三つの要件を満たせば「投資契約」に該当するものとされている（ハウイ基準:Howey test）。金銭による出資が求められる点を除き、ハウイ基準の要件は英国の「集合投資計画」の定義とほぼ同じ内容となっている。

我が国における「集団投資スキーム」についても、基本的には英国の「集合投資計画」の定義や米国の「ハウイ基準」の要件と同じ考え方に立つものとして整理することが可能であると考えられる。すなわち、資産運用型、資産流動化型のいずれにおいても、スキームの運営は専門家たる金融サービス業者に委ねられており、投資者が投資対象資産を直接支配・管理できない状況にあることから、「受動性」が存在する。また、資産運用型では主として多数の投資者から集めた資金をプールして資産運用を行うこと、資産流動化型では特定の資産から生じたキャッシュフローを組み替えて主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行うことから、「共同性」が存在する。以上の点に鑑みれば、投資の「受動性」と「共同性」をともに満たすことを集団投資スキームのメルクマールとすることが考えられる。

（注）会社型のピークル等では、投資者が議決権等を行行使することにより一定のガバナンス機能を発揮することが可能であるが、投資者は投資対象資産を直接に支配・管理することができず、金融サービス業者が支配・管理を行っている。このため、「ガバナンス機能」を有していても「受動性」の要件を満たすものとして整理することが可能である。

（２）集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象

「論点整理」では、集団投資スキームの機能と仕組みを活用する金融商品・サービスとして、「証券投資信託、商品ファンド、不動産ファンド、実績配当型の金銭信託商品、SPC等を通じた証券化商品、プロジェクト・ファイナンス、投資事業組合、変額保険等の投資性をもった保険商品、確定拠出型年金等が該

当すると思われる」としているが、ルールの横断性、整合性の確保という観点からみれば、投資の「受動性」と「共同性」をともに満たす金融商品については、幅広く集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象としてとらえていくことを基本とすることが適当であると考えられる。

ただし、このように投資の「受動性」、「共同性」の概念を押し広げていけば、例えば製造業やサービス業を営む事業会社についても、株式や社債等の金融商品を組成する仕組みとして集団投資スキームと同じ機能をもつものと整理することが可能となるが、株式会社一般を集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とすることは必ずしも適当とは考えにくい。また、銀行や保険会社等の金融機関についても、その仕組みを集団投資スキームと同じ機能をもつものとして整理することが可能であるが、これらの金融機関については、健全性確保等のためのルールが、別途定められていることを考慮する必要がある。他方、仮に株式会社一般は集団投資スキームの適用対象にはならないものとするとしても、中には実質的に資産運用会社や特別目的会社として機能し、場合によっては集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とすることが適当なものもあると考えられる。本WGでは、個々のスキームや金融商品を、それぞれ集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とするか否かについては、例えば事業会社を適用対象とすることが適切かどうか、ピークルの根拠法制となる民商法等のルールで十分かどうか、スキームの周知性や信頼性があるかどうかといった点等に着目して議論が行われたが、いずれにせよこの問題については、投資の「受動性」、「共同性」をともに満たすものを幅広く適用対象としてとらえるということを基本的な考え方としつつも、それぞれのスキームや金融商品の属性をも考慮しながら、最終的には総合的な判断を行っていくことが必要と考えられる。

なお、現物出資の形態をとるものに対する英米の法制における取扱いは異なっているが、この点については、幅広く集団投資スキームの対象をとらえていくことを基本として、今後さらに検討を深めていく必要がある。

(注)英国の金融サービス法では、オープン・エンド型投資会社は「集合投資計画」に該当するが、クローズド・エンド型投資会社等の法人は、英国会社法の規制を受けること等の理由により、「集合投資計画」とはされていない。

なお、集団投資スキームに関する法制・ルールは、透明・公正かつ効率的な金融取引を達成し、金融市場に対する信認を確保するという意義と、金融仲介チャネルの新たな柱を構築するという意義を併せ持っている。こうした観点か

らは、いわゆる「悪質商法」の排除・取締りを直接の目的として集団投資スキームに関する法制・ルールを整備することは必ずしも適当でないと考えられるが、結果的にこのような法制・ルールが「悪質商法」の排除にも一定の効果を持つことが期待される。また、勧誘方法が悪質なものについては販売・勧誘に関するルール等による対処が、事業運営が詐欺的なもの等については、刑事法規等による取締りが効果的であると考えられる。このように、様々な手段を適切に組み合わせることにより「悪質商法」への対応が図られていくことが必要である。

また、横断的な金融関連法制の整備が進むことにより、適切な投資者保護の確保とともに公正かつ効率的な金融取引の場が拡大し、結果的に「悪質商法」の場の縮小につながっていくことも期待される。いずれにしても、いわゆる「金融サービス法」等、公正かつ効率的な金融取引のための法的基盤を幅広く整備していくことが、広く我が国金融市場の効率化・適正化にも資することになると考えられる。

(注) なお、米国のハウイ基準の考え方を集団投資スキームの定義・メルクマールとして用いる際に、この考え方を示した連邦最高裁判決がいわゆる「悪質商法」に関するものであったことから、ハウイ基準自体を「悪質商法」に関する判例法理ととらえる向きもあるが、ワーキンググループの議論においては、そうした個別事例に着目するよりも一般的な考え方としてのハウイ基準の意義を重視すべきであるとの指摘があった。

また、我が国の場合、出資法が「悪質商法」の取締り等に大きな役割を果たしているところではあるが、いわゆる「金融サービス法」等の金融関連法制と出資法のかかわり合い、適用関係等が、経済社会情勢の進展に対応し、その発展に貢献するものとなるよう、引き続き制度整備の努力をしていくことが必要であると考えられる。

3. 集団投資スキームに関するルールの必要性と基本的アプローチ

(1) 集団投資スキームに関するルールの必要性

イ、投資の受動性・共同性に起因する問題の解決

集団投資スキームに関するルールは、投資の「受動性」および「共同性」に起因する以下のような問題を解決するために必要になると考えられる。

集団投資スキームから組成される「金融商品」は、共同性ゆえに無形の権利になることが多く、また、受動性ゆえに投資者による投資対象資産の直接の把握が困難であることから、投資者が「金融商品」の内容を十分に理解することができず、そのままでは適切な投資判断ができにくいのではないかという問題がある。

投資者がスキームの投資対象資産の運用・管理を直接行わないことから、スキームの運営者等による不正行為や利益相反行為が生じやすいのではないかという問題がある。

モニタリングのコストを回避するフリーライダーの存在等により投資者が個別にモニタリングを行うインセンティブが欠如するといったような、いわゆる集団行動の問題 (collective action problem) が生じる可能性が高いのではないかという問題がある。

ロ、リスクの所在、リスク分担の具体化・明確化

金融商品の取引に付随するリスクには、価格や金利の変動といった市場リスクのみならず、スキームに関与する金融サービス業者の破産等による信用リスク、金融商品の適法性や有効性に係る法的リスクといった様々なものがあり、金融サービス業者と投資者との間、あるいは金融サービス業者間において、誰がどのような種類のリスクを負担しているのかといった点が、上記イ、のような理由から不明確になる場合が多い。とりわけ、集団投資スキームには多数の投資者や様々な金融サービス業者が関与する場合が多く、その分、リスクの所在等が不明確になる可能性が高くなることが考えられる。

多様な専門家による高度な分業体制のメリットを十分に活かし、より効率的かつ柔軟な金融仲介を実現していくためには、集団投資スキームに関する

ルールにおいて、当事者間におけるリスクの所在、リスク分担を具体化・明確化していくことが重要である。

(注1) 上記の点を踏まえれば、集団投資スキームが適切にその機能を果たすようにするための基盤となるルールについて、次のような基本的アプローチが考えられる。

情報の非対称性の問題については、適切な情報開示による対応が考えられる。

スキームの運営者による不正行為や利益相反の問題については、情報開示のほか、ビークルのガバナンス機能の活用や受託者責任の具体化・明確化による対応が考えられる。

フリーライダー等のいわゆる集団行動の問題については、ビークルのガバナンス機能の中でも、必要に応じ、個々の投資者の権利行使のためのルールの整備や第三者による外部チェック等の活用が考えられる。

(注2) なお、「論点整理」では、いわゆる「金融サービス法」を検討していく際のアプローチとして、

「取引ルール」: 金融取引の当事者間の(私法的な)権利義務関係の明確化に関するルール

「市場ルール」: 市場機能の維持・発揮に関して、すべての取引参加者に適用されるルール

「業者ルール」: 業者(特定の専門家等)に対する行為ルール

という3つのルールを挙げており、集団投資スキームに関するルールの検討にあたって、このようなアプローチを適切に組み合わせることが重要である。

すなわち、取引ルールは、スキームに関与する金融サービス業者の行為に対する規律付け、金融サービス業者または利用者間のリスクの所在やリスク分担の具体化・明確化、さらに私法等におけるルールの不明確性の解消を図るものであり、重要な位置付けを持つと考えられる。

しかしながら、我が国の司法インフラの整備状況やエンフォースメントにおける実効性の確保等の問題に鑑みると、引き続き「業者ルール」も重要性を有するものと考えられることから、「取引ルール」と「業者ルール」を適切に組み合わせ、相互に補完しあうような形でルール整備が行われることが重要であると考えられる。さらには、「市場ルール」も加えた体系的なルール整備を行うことにより、適正かつ効率的な金融取引の実現を図っていく必要があると考えられる。

(注3) なお、「市場ルール」には狭義・広義のものが考えられる。

狭義の「市場ルール」(前述)としては、ディスクロージャーに関するルール(公衆縦覧型、相対型)、公正取引ルール(インサイダー取引、相場操縦、詐欺的行為の防止)、価格形成機能に関するルール(取引所やマーケットメーカー等に関するルール)がある。

一方、金融取引や金融市場の信認の確保に資するルール全体を広義の「市場ルール」としてとらえる考え方もある。この意味では、「取引ルール」や「業者ルール」も、幅広い「市場ルール」を担うものとして位置付けられることになる。

(2) 情報開示による対応

金融取引の透明性・公正性を担保するためのルールとしては、まず情報開示が挙げられる。

金融サービス業者と投資者間の情報の非対称性に起因する問題を解決するため、適切な情報開示を投資者に対して行うことにより、金融商品の内容やスキームの仕組み、リスクの種類とその所在等が明らかになり、投資者が自己責任に基づき投資判断を行うことができるようになると考えられる。

また、スキームに関与する主要な金融サービス業者間における利益相反に関する情報開示についても、集団投資スキームの関係当事者間におけるリスク分担の具体化・明確化を図るために重要であると考えられる。

(3) ガバナンス機能の活用による対応

スキームの運営における適正性を確保するため、ビークルの運営者の行為規範、投資者の権利行使、第三者による外部チェックといったガバナンス機能を活用する方法が考えられる。

集団投資スキームの受け皿となるビークルに関する主な根拠法制としては、任意組合は「民法」、匿名組合、株式会社は「商法」、信託は「信託法」、SPC(特定目的会社)は「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)」、証券投資法人は「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」等がある。これらの根拠法制においては、組織形態、出資者等の責任、業務の執

行方法や業務執行者等の責任、業務執行に対する監視等に関するルールが定められており、集団投資スキームに関するルールは、まずはこのような根拠法制におけるルールを踏まえることが必要である。しかしながら、民法、商法、信託法といった私法のルールのみで集団投資スキームの運営の適正性や多様な商品開発等のための環境整備が必ずしも十分に図られない場合には、集団投資スキームに関するルールにおいて、各ビークルの構造の特性も踏まえながら、必要に応じて所要のルールを整備する必要があると考えられる。

(注1) 一般に「ガバナンス機能」とは、様々な関係当事者が集団投資スキームの運営・管理に直接ないし間接的に影響を与える手段としてとらえることが可能である。具体的には、市場メカニズムを通じるもの(例：流通市場での証券等の売却、社会的・経済的評判や格付けを反映したリスク・プレミアムの要求等)、ビークルの運営者の行為規範を通じるもの、投資者による直接の権利行使を通じるもの、第三者による外部チェックを通じるものが考えられるほか、さらにはエンフォースメントの範疇にも入るものとして、民間レベルの制裁等を通じるもの(例：自主ルール違反に対する制裁、民間の紛争処理機関の裁定等)、公権力を通じるもの(例：民事責任、刑事罰、行政処分等)、といったものが考えられる。この項では、以下、
、
について記述する。

(注2) 現行の信託関連法制については、財産の管理等を行う民事信託を前提としており、合同で資産運用等を行う商事信託の実態には必ずしもそぐわない面もあることから、商事信託に関するルールをより具体化・明確化していくことが重要ではないかとの意見もあった。

(注3) 各集団投資スキームの目的・機能については、例えば資産運用型と資産流動化型の差異に基づくもの等種々の態様が考えられるところである。このため、適切なルールについては、投資者の権利行使等が重要になる類型が考えられるとともに、場合によっては、投資者による差止請求権の行使等エンフォースメントの問題も視野に入れることが必要になるものも考えられる。また、むしろ運営者の行為規範や受託者責任の具体化・明確化が重要になる類型も考えられる。いずれにしても、集団投資スキームに対するガバナンス機能が効率的かつ効果的に発揮されるためには、ガバナンスに要するコスト等も勘案しつつ、各手段の適切な組み合わせが必要になると考えられる。

イ、 ビークルの運営者の行為規範

ガバナンス機能としては、まず、ビークルの運営者の行為規範を具体化・明確化することにより、業務運営が適正なものとなるよう規律付けを行っていくことが重要であると考えられる（（４）と関連）。

ロ、 投資者の権利行使

次に、リスクテイクを行っている投資者自身が自己の意思に基づき権利を行使し、これによって、集団投資スキームの運営の規律付けを行っていくことも重要であると考えられる。

投資者の権利行使については、例えば、投資者総会における議決権行使により、集団投資スキームの投資政策・投資対象の決定や変更、取締役の選任・解任等といった投資者の利益に影響を及ぼすような事項について投資者の意思を反映させること、決定されたスキームの運営方針等に投資者が不服な場合に、保有する持分権等の買取請求や譲渡等が容易にできるようにすること等が考えられる。集団投資スキームに関するルールにおいては、このような投資者の権利行使のためのルール整備も検討課題の一つとして考えられる。

（注）とりわけ会社型のビークル等においては、投資者の権利行使が重要になると考えられる。

ハ、 第三者による外部チェック

また、独立した第三者による外部チェックを活用する方法も考えられる。投資者自身によるスキーム運営の規律付けについては、特に多数の投資者が存在している場合や投資者の権利行使が必ずしも容易ではないビークルが使用されている場合、権利行使に伴うコストの問題や投資者自身によるモニタリングが有効に機能しないのではないかなど問題があることから、中立的・専門的な第三者をしてスキームの運営に関するモニタリングを行わせる方法等も考えられる。

なお、社外監査役による監査、会計監査人による会計監査も外部チェック機能の一翼を担うものである。

(注) 英米の法制をみると、英国のユニット・トラスト(契約型の投資信託)等については、スキームの運営者とは独立したトラスティー(受託者)の設置が必要である。トラスティーは運営者の業務運営をモニタリングするが、金融サービス法に基づく認可業者であることが求められる。

一方、米国の投資会社(会社型の投資信託)においては、その取締役会を構成する取締役のうち4割以上を独立した社外取締役とし、投資会社の運営に対する外部チェック機能を担わせている。

我が国の証券投資法人においては、役員会の構成員として独立した監督役員の設置や計算書類等に対する会計監査人による監査が求められている。また、証券投資法人及び証券投資信託のいずれにおいても、それらの計算書類等について、証券取引法上公認会計士による監査証明を受けることが求められるようになった。

なお、集団投資スキームのガバナンスにおいてチェックを行う第三者の果たす役割が大きいような場合には、チェックに必要な専門的知識や投資者による損害賠償等に対する支払能力等が必要になるため、一定の資格や財産的基礎を求めることも考えられる。

(4) 受託者責任の具体化・明確化による対応

イ、 受託者責任の具体化・明確化の必要性

情報開示やガバナンス機能の活用を図ったとしても、集団投資スキームの運営者の不正行為や利益相反行為をモニタリングすることは実際には困難が伴うことが考えられる。このため、ビークルの運営者を含む金融サービス業者の受託者責任を具体化・明確化することにより、業者の規律付けを行っていくことが重要な意味を持つことになる。

(注) 本レポートでは、我が国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary を示すものとして、受託者という用語を用いている。また、「受託者責任(fiduciary duty)」についても、fiduciary が負う責任のうち、何か特別な性格を持つものを fiduciary duty としているものではなく、fiduciary が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty として広くとらえている。

英米においては、他者の信託を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を幅広い概念として「fiduciary（受託者）」としてとらえ、「fiduciary duty（受託者責任）」に関する法理が確立されている。他方、我が国においては、例えば忠実義務等に関する規定を有している法律も見られるものの、各法律ごとにその規定状況にばらつきがあるとともに、忠実義務等の具体的内容が必ずしも明確になっていない場合が多いという状況にある。このように、我が国の場合、広い意味での受託者責任に関する法理は必ずしも私法上の法理としては確立しておらず、金融サービス業者の行為規範として未だ十分に浸透していないと考えられる。

集団投資スキームの適正性を確保するためのルールを考えるにあたっては、我が国においても広い意味での受託者責任を具体化・明確化していくことの重要性を再認識するとともに、金融サービス業者に対する横断的な行為規範として積極的に位置付けていく必要があると考えられる。

なお、受託者に求められる責任を具体化・明確化していくことは、スキームの関係当事者間の責任関係を明確にし、将来的に予測不可能な事態が発生した場合にその解決のための基本原理を明確にする等のメリットもあると考えられる。

ロ、 受託者責任に関するルールの内容

受託者責任に関するルールの内容としては、様々な類型が指摘されているが、主なものとしては、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理等における利益相反防止義務（忠実義務）、資産運用における適切投資義務（善管注意義務）、資産管理における分別管理義務等が挙げられる。

（注）具体的な受託者責任の内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務、財産価値保持・適切投資義務、公平義務、計算書類調製義務、自己執行義務、秘密保持義務といったものが挙げられる。

受託者責任については、金融サービスの種類や金融商品の特性等に応じて、ルールを具体化・明確化していくことが必要である。ただし、ルールをあまりにきめ細やかに規定すると、逆に、反対解釈の問題やルールの漏れが生じるおそれもあるため、例えば最低限度のルールを一般的に規定する方法も考

えられる。なお、受託者責任については、契約関係にかかわらず、提供される金融サービスの機能に基づいて事実を以て実質的に判断することが必要であると考えられる。

また、ルール具体化・明確化にあたり、法令による対応だけでは弾力性に欠けるおそれもあり、このため、自主規制団体が自主ルールとしてガイドラインを策定すること、金融サービス業者のみならず機関投資家等も加わり共通の自主ルールとしてガイドラインを設ける等の対応を図ること、個別の金融取引において当事者間の責任関係の明確化を契約書等の書面によって図ること等の様々な対応が考えられる。このように法令、自主ルール、契約等による当事者間の取組み等が適切に組み合わせられることが必要であると考えられる。

(注) 自主規制団体が公平かつ効率的にその機能を果たすためには、組織面、ルール制定面における中立性・透明性の確保等が必要になると考えられる。

契約等に特約を設けることにより金融サービス業者が受託者責任を軽減しようとする事態も想定される。しかしながら、特約の設定、とりわけ免責条項の設定については、受託者責任を個別の契約等で限定することになるという問題があるため、例えば全面的な免責を認める条項の無効化などルールの強行規定性の明確化を含めた何らかの対応を考える必要があるのではないかと意見があった。

八、責任関係の具体化・明確化の方法と手続き

受託者責任の具体化・明確化と並んで、集団投資スキームの関係当事者間における責任関係の具体化・明確化も重要と考えられる。まず、集団投資スキームに関与する金融サービス業者間の責任関係の明確化については、当事者間の責任関係を個別に明確化する方法もあるが、スキームが複雑で責任関係を個別に明確化することが難しい場合には、主要な関係者間の責任関係を明確化するにとどめ、それ以上は関係者間それぞれの求償関係により対応する方法が考えられる。

次に、投資者によるスキームに関与する金融サービス業者に対する民事責任の追及については、販売業者や投資者の契約相手となる業者が投資者との間で責任をいったん負った上で（これを「窓口責任」と呼ぶ意見もあった。）販売業者等が他の関係者への責任追及を行っていく方法があるのではないかと

との指摘があった。これに対し、販売業者等が十分な注意を払っていた場合において、他の業者の過失責任をこれらの業者に対して追及することには実際上限界が存在することから、このような状況における販売業者等の免責要件の明確化の検討も必要ではないかとの指摘もあった。

なお、グローバルな金融取引が進展する中で、集団投資スキームに関与する当事者に海外の金融サービス業者が存在する場合、責任関係が不明確となったり、思わぬリスクが発生するといった問題が生じるおそれがあることから、グローバル取引における当事者間の責任関係やリスクの所在の明確化の問題についても、各国間の法制のインターフェイス（抵触法：conflict of laws）の観点にも留意しつつ、今後さらに検討する必要があると考えられる。

二、 受託者責任のエンフォースメント

集団投資スキームにおいて受託者責任に関するルールが十分に機能するためには、エンフォースメントに関するルールの整備も必要であると考えられる。受託者に対する民事責任の追及において、投資者が集団投資スキームの運営をモニタリングすることは困難であること等により、投資者等による過失の立証や損害額の立証が難しい場合も多いと考えられることから、エンフォースメントにおける立証責任の緩和等についての検討も必要ではないかとの意見があった。

（注）「論点整理」においては、金融取引におけるエンフォースメントの実効性確保の問題を解決する方法として、不当利得に対する没収・追徴、民事制裁金、民事差止請求、行政等の申立に基づく裁判所による違反行為者に対する差止命令や是正命令等の活用等に関する指摘がなされている。

4 . 集団投資スキームに関するルールの枠組みと基本的内容

(1) 集団投資スキームに関するルールの枠組み

イ、 スキームの「仕組み」に関するルール

ビークルを用いて金融商品を組成するスキームの「仕組み」に関するルールとして、ビークルの運営の前提となるガバナンス機能の活用に関するルールや、「仕組み行為」に関するルールが挙げられる。

(注) 集団投資スキームは新たな金融商品を組成する仕組みであることから、スキームの構築（仕組み行為）に関するルールは、集団投資スキームに関するルールの中でも中心的なものの一つになると考えられる。

また、資産運用、助言、資産管理に関するルールのうち、スキームの「仕組み」そのものの内容に関わるものやスキームの運営方針・運営内容等に関わるもの、およびこれらに関する情報開示についても、広い意味において「仕組み行為」に関するルールとしてとらえることも可能である。

ロ、 スキームの運営に関するルール

スキームが運営されていく段階において必要となるルールとして、運用方針の遵守、利益相反行為の防止といった資産運用、助言に関するルールや、受託資産の分別管理といった資産管理に関するルールが挙げられる。

ハ、 スキームから組成された金融商品の取引に関するルール

集団投資スキームにより組成された金融商品が取引される段階において必要となるルールとして、販売・勧誘に関するルールやディスクロージャー等が挙げられる。

(注) これについては、他の金融商品と基本的に同様のルールとなると考えられることから、集団投資スキーム商品の特徴に留意しつつ、次章において整理することとする。

このうち、スキームの「仕組み」に関するルールおよびスキームの運営に関するルールについては、資産運用型スキームと資産流動化型スキームとの間で必要とされるルールに違いがあると考えられるため、以下では資産運用型と資産流動化型に区分した上で整理を行っていく。

(注)本レポートにおいては、資産運用型、資産流動化型それぞれの特質に即した検討を行っているが、実際には両方の性格を併せ持ったスキームの存在も考慮する必要があり、このようなスキームに対しては、本レポートの考え方を踏まえ、具体的な検討を行う必要がある。

なお、以下の検討の中で挙げられているルールは、必要と考えられるルールの例示または選択肢であり、金融イノベーションを促し、効率かつ適正な金融取引を実現する等、集団投資スキームのメリットを十分に引き出せるよう配慮しつつ、ルールの具体的内容や適切な組み合わせ方等について、今後さらに検討を行っていく必要がある。

(2) 資産運用型スキームに関するルール

資産運用型の集団投資スキームにおいては、事前に定められた基本的な投資方針に従いつつも、資産運用業者が投資者から集めてプールした資金を裁量により運用する側面がある。このため、利益相反行為による弊害発生を防止するという視点や、投資方針を遵守した忠実な運用指図の遂行という視点が重要になる。それとともに、資産運用の適切性を確保しつつ、いかに多様な商品開発等を可能にするかという視点も重要になると考えられる。

(注)資産運用型スキームには、証券投資信託のように、スキームの仕組み者が直接に資産を運用する場合と、証券投資法人のように、スキームの仕組み者が資産運用を投資顧問等の資産運用業者に委託することを義務付ける場合がある。

イ、 ガバナンス機能の活用に関するルール

ガバナンス機能の活用に関するルールについては、ビークルの形態(組合型、信託型、会社型等)によって内容が異なってくるが、例えば会社型のビークルを用いたスキーム等では、まず、投資者の権利行使が重要になると考え

られる。例えば、投資方針の決定や変更等に対する投資者総会における議決権の行使、持分権等の買取請求権の行使等に関するルールが挙げられる。また、第三者による外部チェックとしては、独立したトラスティーの設置等により、ピークルの運営における規律付けを確保すること等が考えられる。

ロ、 仕組み行為に関するルール

スキームを仕組むスポンサー（仕組み行為者）はスキームに関する詳細な情報を有していることから、受託者責任に関するルールとして、利益相反防止義務、善管注意義務、ブローカーに対する説明義務等の取引ルールおよび業者ルールを検討していくことが重要である。

ハ、 資産運用、助言に関するルール

ブルーデント・インベスター・ルール

資産運用業者に対する受託者責任に関するルールとして、まず、米国で確立されたブルーデント・インベスター・ルールが考えられる。これは、投資者にとってブルーデントな運用（安全性だけでなく、収益性も十分に考えた思慮深い運用）を行うべきことを定めたものである。

（注）米国では、1990年の信託法第3次リステイメント（判例法を中心に確立した法理を条文形式でまとめたもの）や1999年統一信託法案等においてブルーデント・インベスター・ルールの内容が示されており、具体的には、モダン・ポートフォリオ理論にしたがった資産運用業者の合理的な投資行動が求められ、業者の投資行動はポートフォリオ全体の中で評価されることになる。

なお、ブルーデント・インベスター・ルールは、運用目的・方針に合致した多様な金融商品に対する業者の思慮深い投資行動を意味し、業者等の置かれた立場自体が論点になる利益相反防止に関するルールとは異なるものである。

資産運用については、ファンドの流動性を確保する観点やリスクを一定範囲内に抑制する観点から、予めポートフォリオに一定の条件を設けるルールも考えられるが、一方、このようなルールが自由な商品開発に制約を与えるおそれも存在するため、ブルーデント・インベスター・ルールの浸透の程度や投資対象資産のリスクの態様等も考慮しながら、このようなルールの要否

および必要とされる場合のルール内容について検討することが必要と考えられる。

適切な助言に関するルール (best advice)

資産運用に対し助言行為を行う業者については、受託者責任に関する取引ルールとして、依頼者のニーズに見合った助言の確保 (best advice) 等に関するルールが考えられる。

利益相反行為に関するルール

資産運用に伴う裁量性ゆえに、資産運用業者や助言業者は利益相反を起こしやすい環境にある。具体的な利益相反の事例としては、裁量性を利用して自己や第三者の利益を図ることや、他の投資者のための取引から得られる情報を自己や第三者の利益のために利用すること等が考えられる。

このため、受託者責任に関するルールとして、利害関係にある旨の投資者に対する情報開示、一定の利益相反関係にある取引の禁止、利益相反の立場であることの禁止等に関するルールが挙げられる。また、これらに併せて、投資者の受託者に対する民事責任の追及に関するルール等についても検討する必要がある。

また、情報優位性の濫用等に起因する問題に対しては、情報隔壁 (チャイニーズ・ウォール) 等に関するルールが挙げられるが、どこまで実効性を担保しうるかという点に留意する必要がある。また、手数料の自由化が進展する中で、ソフト・ダラーへの対応といった論点も存在する。

一方、助言業者に特徴的な業者ルールとしては、顧客との金融商品の取引やスカルピングの禁止等のルールが考えられる。

(注) ソフト・ダラーとは、資産運用業者等が投資者のためにブローカーに売買注文を出す見返りに自己または他の投資者のための投資情報を受領し、当該情報の対価を売買手数料の一部として支払う場合をいう。

また、スカルピングとは、自己の保有する金融商品を顧客に推奨することをいう。

資産運用・助言に関するその他の論点

従来の我が国の法制においては、例えば証券投資信託と証券投資顧問における投資一任業務のように、投資者が多数の場合と一人の場合とでルールが異なっているが、米国の法制においては両者の区別は行っていない。機能面に着目したルールという意味では、例えば年金基金のように業者から見れば投資者は一人であっても、背後に多数の投資者が存在していることから、全体としてみれば集団投資スキームに該当すると考えるべきものも存在する。このため、実態に着目した判断が重要であり、形式的な投資者の多寡をメルクマールとした取扱いは適当ではないとの意見があった。

なお、年金基金のように資産運用等の委託、再委託が行われるような場合には、投資者と一次受託者、二次受託者間の権利義務関係および責任関係に関するルールの明確化が必要になるとの意見もあった。

二、 資産管理に関するルール

分別管理に関するルール

資産管理業者は、受託した資産を自己の信用リスクから隔離するとともに、利益相反行為による弊害発生を防止するといった観点から、受託した資産を自己の財産と分別して管理することが必要になると考えられる。

このため、今後、取引ルールとしての分別管理義務の要件・効果の明確化、業者ルールとしての受託資産の分別管理の義務付け、あるいはその実効性を担保するためのルールについて検討することが必要と考えられる。また場合によっては、EUの投資信託指令（UCITS）のように資産運用業者と資産管理業者との分離・独立を求めるといったルールも考えうるとの意見もあった。

破産リスクからの遮断に関するルール

資産管理業者の破産から受託資産を隔離するという観点からは、取引ルールとして破産リスクの遮断に関する要件・効果を明確化することが必要である。具体的には、信託財産のように、資産を分別管理していること等を要件として、業者の破産の際に他の資産とは分離して取り扱われる旨を明確化することが考えられる。これに併せて、取引の種類や資産の種類等に応じ、信託財産のほか、特別勘定、別段預金等の分別管理の形態や法的効果、さらには第三者対抗要件の具備等についての検討も必要となる。

資産管理に伴う種々の論点

金融システム改革においては、信託業法の改正により信託財産たる有価証券については公示なくして第三者に対抗しうる措置が講じられたところであるが、信託財産の保全の観点からすれば、登録債についても同様の手当てが必要ではないかとの意見があった。

また、組合形式のビークルを利用した集団投資スキームにおいては、スキームの対象資産を組合員たる投資者が共有することになる。このようなスキームにおいて業務執行者が破産した場合、登記制度の制約により、業務執行者名でしか登記できないときは十分な倒産隔離が確保しえないのではないかとといった意見や、多数の投資者が共有しているスキームの対象資産の処分は非常に困難となるため、投資者にかわって権利を実行するための仕組みを事前に用意しておくか、あるいは、事前にこうしたリスクを開示するといった対応が考えられるのではないかととの意見があった。

(3) 資産流動化型スキームに関するルール

資産流動化型は、資金調達のために特定の資産が生み出すキャッシュフローを用いて金融商品を組成する仕組みである。このため、キャッシュフローを独立させ維持・管理することが必要であり、ストラクチャリングが終了しスキームが運営される段階においては、スキームの変動を防ぐことが重要になる（導管性の確保）。また、資産流動化型のスキームは、その構造が単純なものから、例えば複数のビークルを組み合せたり、信用補完措置を講じるためにビークル内部のキャッシュフローの階層を多段階に分けたりする等、構造が非常に複雑なものまで、多様なストラクチャーの構築が可能であるという特徴がある。資産流動化型のルールには、資産運用型と同じ内容のものもあれば、そもそも資産運用が行われていないため不要となるもの（資産運用、助言に関するルール）さらにはルール内容に差異が存在するのものもある。以下では、重複を避けるため、前述した資産運用型と比べて特徴的なものを中心に検討を進めていく。

イ、ガバナンス機能の活用に関するルール

資産流動化型では、投資者の権利行使はかえってスキームに予定外の変動

を生じさせる可能性がある。このため、積極的に投資方針の決定等を行っていくことが期待される資産運用型とは異なり、投資者の権利行使はスキームの変動を防止し導管性を確保することが中心となり、その役割は限定的なものになるのではないかと考えられる。このため、ビークルの運営者の行為規範の具体化・明確化や、独立したトラスティーの設置等による外部チェックに関するルールを中心とした適切な役割分担について考える必要がある。

ロ、 仕組み行為に関するルール

資産流動化型では、スポンサーが原資産保有者（オリジネーター）であったりする等、様々な形でスキームに関与するケースが多いことも踏まえて、利益相反に関するルールを中心としたスポンサーに対する受託者責任に関するルールを考える必要がある。また、仕組み行為全般に関するルールについては、投資者の権利行使の果たす役割が限定的であること、ストラクチャーが複雑になれば投資者保護上の問題が生じるおそれがあること、投資対象資産のリスクの態様によりストラクチャーが異なること等を踏まえるとともに、諸外国におけるルールのあり方やその考え方を参考にしながら、仕組み行為に関するルールの要否および内容を検討していく必要がある。

（注）米国における資産流動化型の仕組み行為に関するルールの場合、連邦投資会社法では、資産担保型証券（ABS）の発行体等は一定の要件を満たせば適用除外となる。この背景は、ABSに関する悪用事例が少なかったこと、機関投資家が中心であること、ほとんどの公募債が高格付けを取得していること、格付機関によるチェックがなされていること等、ABSのこれまでの実態や市場慣行等を踏まえたものであると考えられる。具体的な適用除外の要件としては、償還可能型証券を発行していないことを前提とした上で、負債性証券等の発行、一定の格付取得（適格機関投資家向けを除く）、追加的に裏付けとなる資産の取得・処分を行う際に一定の要件を満たすこと（証券発行時の契約書等の条件に沿って取得・処分がなされること、市場価値の変化からくる利益の実現や損失の減少を主要な目的としないこと等）、独立したトラスティーを設置すること等があり、いわば間接的に資産流動化型スキームに対するルールが定められている。

また、ポートフォリオが固定されている投資会社についてはトラスティーの設置等が求められる一方で、資産運用に裁量性が存在しないこと等から取締役

会に関する一連のルール等は適用されないなど、ルールの内容が簡素化されている。

八、 資産管理等に関するルール

資産流動化型では、資産の管理等を行うサービスに対するルールについて問題とされる場合が多い。具体的には、オリジネーターがサービスを兼ねる場合や、管理・回収委託に基づき取得した債権と自らが保有する債権とを同一人に対して有している場合等においては、利益相反が発生しやすい環境にあることから、これを防止するためのルールを検討することが考えられる。

(4) スキームの適格性 (fit and proper)

仕組み行為に関するルールとも関連するが、スキームそのもののあり方は商品性の内容を決定することに他ならないことから、投資者が安心して商品を購入することができるようにするために、スキームに対し一定の適格性 (fit and proper) を求めることが考えられる。適格性の要件としては、スキームの「仕組み」に関するルール (ビークルのガバナンス機能の活用に関するルール、仕組み行為に関するルール) を満たしていることを求めることが考えられるが、各スキームにおけるビークルの運営者の行為規範、投資者による権利行使や外部チェック機能の実効性、投資対象資産のリスクの態様や運営者等の裁量性の程度等を踏まえつつ、必要とされる適格性の内容について、今後さらに検討していくことが必要と考えられる。

スキームの適格性を確保する方法としては、

スキーム自体の認可・登録等を行うことにより、スキームの適格性を直接チェックする方法、

適正な仕組みを組成する義務を有する仕組み業者の適格性をチェックすることにより、スキームの適格性を間接的に担保していく方法、

および を組み合わせていく方法、
が考えられる。

実際に、英米や我が国の法制を見ても様々な方法がとられており、それぞれの方法のメリット・デメリットを勘案しつつ、今後さらに検討していくことが必要と考えられる。

(注) 英米の法制をみると、英国では、金融サービス法において業者の認可制およびスキームの認可・承認制がとられている。米国では、連邦投資会社法においては投資会社を含めたスキーム自体の登録制がとられている。商品取引所法においては商品ファンドに関し、仕組み業者(CPO: Commodity Pool Operator)や資産運用業者(CTA: Commodity Trading Advisor)の登録制がとられているが、スキーム自体の登録は行われていない。

我が国の法制の場合、資産運用型について、証券投資信託制度では、金融システム改革により委託会社は免許制から認可制に、信託約款は承認制から届出制にそれぞれ改められている。商品ファンド法においては、商品投資販売業者および商品投資顧問業者について許可制がとられているが、スキームの仕組みに関するルールは存在しない。また、資産流動化型について、特定債権法では、特定債権等譲受業者の許可制と流動化スキームの届出・確認が行われているが、SPC法ではSPCの登録制(スキームの仕組みは定款に記載し登録の要件となる)がとられている。

(5) その他の論点

イ、業者の適格性(fit and proper)に関するルール

ルールの基本的な考え方

金融商品・サービスの提供全般に関わる問題ではあるが、金融サービス業者の財務または業務の健全性が確保されない場合には、金融取引の安定性・効率性が損われるとともに投資者保護上の問題が発生し、ひいては金融市場に対する信認の低下につながるという問題がある。このため、金融サービス業者に対し一定の適格性(fit and proper)を求めた上で、業者に必要な行為ルールを遵守させることにより、問題が発生しないようにすることが考えられる。業者の適格性に関するルールとしては、参入の要件に関するルールと財務の健全性に関するルールが考えられるが、こうしたルールが競争制限的にならないよう留意する必要がある。

参入の要件に関するルール

参入要件としては、(a)最低資本金、自己資本規制や純資産額規制等の一定の財産的基礎、(b)業者の人的構成や知識・経験、一定の資格要件といった業務の遂行能力や法令遵守能力等を求めることが考えられる。

適格性の要件を満たした金融サービス業者に対しては、免許、許可、認可、登録といった開業資格の付与等が行われることになる。このような資格付与のレベルの相違は、司法、行政、自主規制機関等を通じたエンフォースメントの役割分担のあり方、ガバナンス機能の活用等に関するルール等の整備状況を踏まえながら、業者に求められる適格性の要件のレベルの差異や行政等による検査・監督の必要性の程度等に応じて使い分けることになると考えられる。なお、前述したスキームの適格性の担保のための資格の付与についての考え方も同様である。

財務の健全性に関するルール

情報開示と分別管理が徹底しているのであれば、原則として仲介業者等に対し財務の健全性を求める意義は低下するものと考えられるが、完全な分別管理がなされない場合や顧客資産の流用といった事態に備えるため、参入の要件に関するルールを補完するものとして、一定の財務の健全性に関するルール（自己資本規制や純資産額規制等）を定めることが考えられる。ただし、こうしたルールについては、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理といった金融の各機能毎にその必要性およびルールのレベル等について、さらに検討する必要があると考えられる。

(注) 財務の健全性の低い業者については、損害賠償を支払う余力がなく、民事責任等による制裁が十分に働かないおそれがあるため、最低限の財務の健全性に関するルールを設けることは、取引参加者の自己規律を高め、過大なリスク・テイクや不正行為を抑制するという効果も期待できるといった考え方もある。

ロ、その他の仕組み行為に関するルール

スキームの運営経費や金融サービス業者に対する報酬、投資者へのキャッシュフローの分配、元本保証・元本確保の方法、発行した証券等の解約・買

取りにおける買取価格の決定や買取資金の確保、借入れ、レバレッジ等に関するルールについても仕組み行為に関するルールとして位置付けられる。金融サービス業者による利益相反行為の防止等のスキームの運営における適正性確保の観点から、これらに関する情報開示のほか、金融イノベーションに与える影響も考慮しつつ、必要な場合については一定のルールを整備する等の対応を行うことも考えられる。

例えば、オープン・エンド型の投資ファンドのように償還可能(redeemable)型証券等を発行している場合には、発行した証券等の償還を確保する観点から、一定規模以上の純資産額を求めるといったルールや、流動性確保のためのポートフォリオに関するルール等により対応することが考えられる。また、投資者保護の観点から、必要な場合には過度なレバレッジを制限することも考えられる。一方、これらのルールは多様な商品開発を妨げるおそれもあること等から、その要否及び必要とされる場合のルール内容については、慎重に検討する必要があると考えられる。

八、 投資者の属性によるルールの相違

集団投資スキームにより組成された金融商品には、商品の性格等から主として機関投資家向けの商品となっているものも存在する。商品ファンド法、特定債権法、不動産特定共同事業法では、知識および経験を有する者との取引について、一定の行為規制を適用除外としている。米国の法制をみると、連邦投資会社法では公募ファンドに対するレバレッジ規制やポートフォリオ規制が厳しいものとなっている一方、私募ファンドやオフショア・ファンドは同法の適用除外となっており、この形態を利用したヘッジ・ファンドに対するルールのあり方が国際的な問題となっている。

一方、一般投資者の保護の観点から、ファンドに債務の残るようなスキームの構築や、投資者に債務の残るような融資と金融商品のセット販売に対しては一定の制約を設けることが必要であるとの意見もあった。

投資者の属性（プロの投資家か、一般の投資家か）に着目して、スキームの組成に関するルールに相違を設ける考え方については、金融取引の効率性や投資者、とりわけ金融取引に知識・経験を有しない一般投資者の権利保護、金融商品の流通性（一般の投資家も投資しうる状況が想定されるか否か）等の観点も踏まえながら、今後とも検討を行う必要があると考えられる。

二、 クロスボーダー取引

海外のスキームにより組成された金融商品が我が国に持ち込まれた場合の集団投資スキームに関する法制・ルールの適用のあり方についても考える必要がある。この場合においては、各国間におけるルールの共通性の確保と、ルールを満たした金融商品に対する各国の共通認識の形成が重要になるとの指摘があったが、情報通信技術の発展に伴い、海外とのインターネット取引が増加すること等も踏まえながら、今後の論点として検討を行っていく必要があると考えられる。

5 . スキームから組成された金融商品の取引に関するルール

(1) 販売・勧誘に関するルール

販売・勧誘においては、説明義務や情報提供義務、適合性原則といった点に関し、取引ルールにおける要件と効果および業者ルールの内容のあり方について検討を行う必要があるが、機能面に着目した横断的かつ整合的な法制の確立という観点からすれば、集団投資スキームから組成された金融商品についても、他の金融商品と同様に横断的なルールの対象とすることが必要であると考えられる。

販売・勧誘に関するルールについては、別途検討が行われているホールセール・リーテイルに関するワーキンググループの議論を踏まえ、整理していく必要があると思われるが、その際、集団投資スキームから組成された金融商品は、我が国では、株式や社債といった伝統的な金融商品と比べまだ歴史が浅く、馴染みがうすい金融商品であることが多いといった点に留意する必要があると考えられる。

(2) 市場ルール

イ、 ディスクロージャーに関するルール

ディスクロージャーの形式

不特定多数の投資者に保有される可能性のある金融商品については、投資者が的確な投資判断を行うために必要な情報を入手できるよう、証券取引法において公衆縦覧型のディスクロージャー方式を中心とした制度が整備されており、発行開示として有価証券届出書等が、継続開示として有価証券報告書等が公衆縦覧されている。

他方、商品ファンド法、特定債権法、不動産特定共同事業法に基づく金融商品のように相対型取引が行われるものについては、発行開示にあたるものとして契約前や契約時の書面の交付が、継続開示にあたるものとして運用報告書の交付が行われている。また、証券投資信託については、証券取引法に基づく公衆縦覧型のディスクロージャー方式の対象となっているが、商品ファンド等と同様に、運用報告書の交付といった相対型のディスクロー

ジャー方式も採られている。

集団投資スキーム商品については、不特定多数の投資者に保有される可能性がある場合もあれば、そうでない場合もあるため、公衆縦覧型と相対型といった異なる開示体系を踏まえた上で総合的なディスクロージャーのあり方について、整理を行うことが適当であると考えられる。

なお、継続開示については、

資産運用型においては、投資対象資産の入替えが恒常的に行われているため開示の適切なタイミングの確保について、

資産流動化型においては、投資対象資産に変動のない金融商品の開示のあり方について、

さらなる検討を行う必要があると考えられる。

ディスクロージャーの内容

集団投資スキームにおいては、その仕組みが新たな金融商品を組成するための装置としての特徴を持っていることから、仕組みそのものが投資判断にあたり重要な判断要素の一つとなっている。このため、我が国における集団投資スキーム商品については、証券取引法における資産金融型証券を対象とする特定有価証券の開示において、金融商品の内容のみならず、投資対象資産の内容、資産運用・管理の方法や発行者と資産管理会社、サービサー等との関係といった仕組みに関するディスクロージャーが行われることとされている。我が国においては、資産運用に関し主要な関係者との間の契約書を有価証券届出書の添付書類として提出することが求められているが、米国においては、サービシング契約等、関係するすべての契約書を有価証券届出書の添付書類として提出することが求められている。我が国でも仕組みのディスクロージャーのさらなる充実が必要になるものと考えられる。

また、仕組み自体のディスクロージャーに加え、資産運用型においては運用方針・運用実績に関するディスクロージャーが、資産流動化型においては金融商品の価値の裏付けとなる投資対象資産の管理状況に関するディスクロージャーがそれぞれ重要になると考えられる。

なお、ディスクロージャーの内容のさらなる充実にあたっては、それに伴うコストの問題や、記載内容と投資者にとってのわかりやすさの問題をも考慮する必要がある。

ロ、 その他の市場ルール

公正取引に関するルール

現行の証券取引法における公正取引ルールについては、相場操縦関連規制のような上場や店頭登録を前提としたルールもあれば、不正取引行為の禁止規制といったあらゆる有価証券等に対して適用されるルールも存在する。

集団投資スキームにおいては、受動性ゆえに金融サービス業者等に利益相反が生じるおそれがあることから、リスクに関する情報生産・仲介という金融取引の本質に照らして、情報の歪曲や情報優位の濫用等の行為を排除するため、市場型取引、相対型取引といった取引類型を踏まえた公正取引ルールが必要になると考えられる。公正取引ルールは、幅広い金融市場に対する信認の確保やルールの横断性・整合性の確保という観点から、集団投資スキームに限らず金融商品一般に対して適用されるべきものと考えられるが、これについてはいわゆる「金融サービス法」全体の中で整理を行っていく必要があると考えられる。

価格形成機能に関するルール

取引所のような高度に組織化された市場における取引のみならず、相対型の金融商品の取引においても、例えばオープン・エンド型の仕組みにおいて、金融商品の解約や買取における価格決定に関するルールが投資者の利害に影響を与えるように、公正な価格形成が公正な金融取引の実現のために必要である。金融市場に対する信認を確保するためにも、仲介サービスにおける公正な価格形成に関するルールが重要な意味を持っていると考えられる。

(注) 価格形成機能に関するルールは売買(ディーリング)に関する業者ルールに分類することも可能である。

6 . 横断的な集団投資スキームに関する法制のあり方

集団投資スキーム関連の縦割り法制において定められているルール内容を横断化するためには、各法律のルール内容を共通化する方法や、集団投資スキームに関する包括的・横断的な法制を整備する方法等が考えられるが、横断的な集団投資スキームに関する法制については、投資者保護を適切に確保するとともに、投資対象資産の種類や利用可能なビークルの種類の制約といった縦割り法制に起因する問題点を解決し、金融イノベーションの促進を図るものとして整備することが必要であると考えられることから、包括的・横断的な法制を整備することを基本方向として検討を進めるべきではないかと考えられる。なお、横断的な法制を検討する際には、投資対象資産の種類およびそのリスクの態様、対象とする投資者の属性（機関投資家向け、一般投資者向け）、金融商品の流通性の有無や流通市場の状況等について勘案するとともに、各法律で定められているルールを横断化するにあたっての調整やルールの重複の回避といった問題も踏まえる必要がある。

また、集団投資スキームに特徴的なルールとしては、仕組み行為に関するルールやスキームの適格性に関するルールが挙げられるが、例えば資産運用、助言、資産管理については、集団投資スキーム以外の金融取引においてもみられる金融サービスであるため、どのような内容のルールを集団投資スキームに特徴的なルールとして整理するのかといった論点について、さらに検討する必要がある。

7. 新しい集団投資スキームに関する法制・ルールに対応した環境整備

集団投資スキームによる金融仲介機能の多様化が進むためには、集団投資スキームに関する法制・ルールの整備と併せて、新しい法制・ルールに対応した税制や会計制度、エンフォースメント体制の整備等が、併せて実施されることが望ましいと考えられる。

(1) 税制・会計制度の整備

税制については、金融商品の開発に対する制約や資源配分のゆがみが発生しないよう、同種の商品性に対して同種の課税が行われるような中立的な税制の整備を図ることや、金融イノベーションに対応するため、新たな金融商品に対する租税上の取扱いの明確化を図ることが望まれる。

会計制度については、金融システム改革において、金融商品に係る包括的な会計基準の整備が行われたところでありその適切な執行が望まれるが、金融イノベーション等の進展を踏まえつつ、今後とも会計制度の整備を行っていく必要があるのではないかと考えられる。

(2) エンフォースメント体制の整備

横断的な集団投資スキームに関する法制・ルールの整備を図る一方で、ルールの実効性の確保、金融イノベーションの促進や投資者保護の確保を図るためには、エンフォースメントの体制についても検討する必要がある。

エンフォースメント体制については、司法、行政、自主規制機関、金融サービス業者による自主的な取組み等による対応の適切な役割分担が重要であると考えられるが、ルールの横断性に対応できるようなエンフォースメントの体制が確立されることも望まれる。

(3) その他の環境整備

横断的な法制・ルールの整備とともに、金融イノベーションの進展、金融取引の活性化のためには種々の環境整備を併せて図る必要がある。集団投資スキームの関係としては、制度面については金融商品に対する流通性の付与等の論点があり、例えば金銭債権信託の信託受益権の私法上の有価証券化を可能と

する措置を講じることが考えられる。また、実態面については、格付機関やレーティング会社、消費者団体による格付けやレーティングの充実、運用手法の改善や流動化のストラクチャリングのノウハウの蓄積等、市場インフラの整備も併せて行われることが望ましい。

(以 上)

集団投資スキームに関する法制整備のあり方

東京大学法学部教授
神田 秀樹

1. 基本的な考え方

ひとことでいえば、創意工夫を発揮した多彩かつ多様な集団投資スキームの登場を可能とするために、現在の縦割りの法制を組替えて、運用対象資産や流動化の対象資産のいかににかかわらず、運用や流動化の仕組みの機能に着目した横断的な法制を構築する必要がある。

金融サービス分野のなかで「集団投資スキーム」という類型を特別に取り上げて、そのような類型について横断的な法制整備を行う必要があると考えられる理由は、いろいろあるが、主として、次のような点をあげることができる。すなわち、第1に、集団投資スキームは、わが国において金融ビッグバン後の金融分野の主流となるべき「市場型間接金融」の主役となると考えられ、これを正しくサポートするような法制整備が是非とも必要である。第2に、集団投資スキームは、経験的に、一般投資家に販売される場合が多く、投資家保護という見地から、とくにスキームの組成と運営に関して横断的な法制整備を行う必要性が高い。第3に、以上とも関連するが、多数の一般投資家によるいわゆる集団行動の問題（collective action problem）が生ずる可能性が高く、その問題を解決できるような法制整備が求められる。第4に、現在の関連法制は縦割りで不揃いがあり、また、その内容面でも十分とはいえない点があり、実際にも不都合が多々生じている。以上のような理由から、集団投資スキームについて横断的かつ抜本的な法制整備を行う必要性はきわめて高いというべきである。

2. 集団投資スキームの定義

上記のような法制整備に際しては、その整備の対象となる集団投資スキームの範囲は、できるかぎり広くとらえるべきである。すなわち、運用対象資産や流動化の対象資産から生ずるキャッシュフローが組替えられ、それが主として多数の投資家に移転されるような仕組み、あるいは、運用対象資産や流動化の対象資産を基礎としてキャッシュフローを新たに作り出し、それが主として多数の投資家に移転されるような仕組みは、すべてこれを集団投資スキームの定義に含めて考えるべきである。

このように考えると、預貯金商品や保険商品についても、純粋な保険商品（資産運用を伴わないもの）を除いて、集団投資スキームに含まれると考えられる。すなわち、仕組みを提供する業者や運用業者あるいは商品を販売する業者が運用対象資産や流動化の対象資産から生ずる投資リスクの一部または全部を負担するような仕組みも、新たな法制の「入口」においては集団投資スキームに含めて考えるべきである。なお、決済サービスの手段として提供される預貯金商品については、別途の法制が必要と考えられ、そちらが優先して適用されることになるものと思われる。

また、販売先の投資家の属性や人数の点についても、いわゆるプロの投資家向けのものであっても、また、形式的には1人の投資家に販売されるものであっても、その背後に多数の実質的な投資家がいるような場合は、新たな法制の「入口」においては集団投資スキームの範囲に含まれると解すべきである。1人の投資家に販売されるものを集団投資スキームと呼ぶことには言葉の上で難があるが、1人といっても一部の年金商品やいわゆる指定単などにおけるように、その1人の投資家の背後には多数の個人がその実質的な受益者として存在する 경우가少なくない。そのような場合は、スキーム全体をみると、集団投資スキームである。個々のルールの適用に際して所要の考慮をすべきことは当然であるが、「入口」においては、すべて集団投資スキームに含めて考えることが望ましい（ただし、スキーム全体をみても1人の投資家向けの仕組みの場合は除く）。また、投資家の属性については、個々のルールの整備に際して考慮されるべき問題である（勧誘・販売ルールのあり方については、ホールセール・リーテイルWGにおける検討を参照）。

以上のように考えると、多数の者から集めた資金をプールして各種の資産に運用する仕組み（資産運用型）または、特定の資産から生ずるキャッシュフローを組替えて多数の者に販売する仕組み（資産流動化型）は、その対象資産のいかんを問わず、また、その仕組みの私法上の法的形態のいかん（会社、信託、組合等）を問わず、すべて集団投資スキームに含めて法制整備を行うべきである。もっとも、事業を行う株式会社（たとえば自動車製造会社）までをも今回の法制整備の対象とする必要はない（証券の勧誘・販売段階を除く）。したがって、対象資産から生ずるキャッシュフローが受動的な形で（いわゆる *passive income* として）入ってくるような仕組みをもって集団投資スキームと定義することが妥当であると考えられる（なお、事業会社が余資等を運用するような場合については、その会社の事業目的あるいはその会社の資産に占める割合等を基準として、集団投資スキームに該当するかどうかを決めるしかないと思われる）。

3．集団投資スキームに関連する金融サービス業務

集団投資スキームに関連する業務（金融仲介サービス）は、スキームの組成、

運営、商品の勧誘・販売というプロセスに応じて、2つに大別することができる。すなわち、第1に、スキームの組成・運営（いわゆる仕組み段階）に関連するものとしては、運用サービスと資産管理（保管）サービスが中心であるが、スキームを組成することを業として把握することもできないではない（いわゆるarranging）。第2に、商品の勧誘・販売（いわゆる販売段階）に関するサービスとしては、勧誘・販売サービスと助言サービスとが中心である。

上記のうち、運用サービスは、自ら運用を行う場合と他に運用を委託し、自らは委託先の選任・監督に責任をもつという2つのタイプのサービスに一応区分して考えことができる。なお、この点に関連して、現在の投資顧問業（とくに投資一任業）と投資信託委託業とは、法制としても1本化することが望ましい（先進諸外国の法制を参照）。

一般論としては、以上の各種のサービスについて、業者ルールとしては、金融サービス業者（仮称）は、一定のルール（利益相反禁止ルール等の行為ルールが中心）のもとで、これらのサービス提供業務を幅広く行うことが認められてしかるべきである。すなわち、参入要件としては、いわゆる「適格性(fit and proper)」を求める必要があると考えられるものの、厳しすぎることはないように留意する必要がある。

4．集団投資スキームに関する法制整備のあり方

4 - 1．基本的なアプローチ

(1) 機能的な類型

一般に、(ア)いくつかの仕組みの「型」(フォーマット)を法が用意し、それぞれについてルール(取引ルール、業者ルール、市場ルール)を提供するというアプローチ(市場参加者はそれぞれのフォーマットの選択の自由を有するほか、任意規定についてはさらに契約による変更が認められる)と、(イ)法は、いわば部品ごとにルールを提供し、当事者にこれらの部品の自由な組み合わせによる仕組み作りを認めるというアプローチとが考えられる。いずれがすぐれているかは、難問であるが、法的安定性や取引コストの面で、法がある程度のフォーマットを用意するほうがすぐれているのではないかと思われる(下記に述べる類型を参照)。なお、いずれにせよ、そこで提供される機能に着目したルールの整備が重要であることを強調しておきたい。

(2) ルールの体系

一般的な考え方としては、「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」にあるように、私法(民法、商法等)レベルにおける取引ルールと市場ルールの整備・強化(一般法および特別法)を前提として、それを補完するような業者ル

ールを設ける方向で課題を整理・検討することが望ましい。

集団投資スキームに関しては、スキームの組成、運営、商品の勧誘・販売というプロセスに即して考えると、スキームの組成および運営に関するルールの体系を集団投資スキームに関する法制とし、商品の勧誘・販売に関するルールは、集団投資スキーム以外の金融商品の勧誘・販売の場合をも含めたより一般的な体系とし、それを金融サービス法（仮称）のなかに位置づけることが望ましい。

4 - 2 . 集団投資スキームの類型とルール整備のあり方

(1) 集団投資スキームの類型

(ア) 基本的な類型

基本的な類型として、多数の投資家（前述したように、「多数」とは実質的に把握されるべきである。以下同じ）から集めた資金をプールして各種の資産に運用する仕組み（資産運用型）と、特定の資産から生ずるキャッシュフローを組替えて多数の投資家に移転する仕組み（資産流動化型）とに区分して、それぞれについてふさわしいルール整備を行うことが望ましい。これらは、歴史的にも、経済的にも、また、実務的にも異なる類型と考えられ、したがって、これら2つの類型に応じて、それぞれのなかで横断的なルール（取引ルール、市場ルール、業者ルール）の整備をめざすことが適切と考えられるからである。なお、現実問題としては、両者が混在するような仕組みもありうるが、まずは、それぞれについて望ましいルールを整備し、そのうえで、そのような仕組みについては、それぞれのルールのうち必要なものを適用することとするのが望ましいように思われる。

(イ) 仕組みの私法上の形態との関係

集団投資スキームに関する法制整備に際しては、スキームの私法上の形態（会社、信託、組合、その他）のいかに問わず、同じような取引ルールを課すべきか否かという点が問題となる（アメリカの連邦投資会社法は、ファンドの私法上の形態を問わず、board of directors の設置や director の4割以上を outside director とすることを求めており、これは、横断的な取引ルールといえる）。

これまでのわが国の経験や諸外国における取扱いなどを参考にすると、スキームの形態に関する私法的ルールとしては、複数のフォーマットを用意することとし、それら間での競争に期待する（つまり当事者にスキーム形態の選択を認める）のが妥当ではないかと思われる。具体的には、機能的見地からは、スキームの運営についてのガバナンスの方式に着目して2とおりの形態くらいに整理することが考えられる。すなわち、投資家が議決権の行使という方式で一定の範囲でスキームの運営に関与する方式（いわゆる「会社型」）とそうでない方式（いわゆる「契約型」）とが、ここにいう機能的見地から法が用意できるフォーマットであ

ろう。

一般に、スキームの運営に関するルールとしては、投資家による直接のガバナンスを想定する、関与する業者（運用業者など、上記参照）の義務（いわゆる業者の受託者責任）を重視する、第三者（投資家の利益を代表しうる者）によるガバナンスに期待する（抽象理論的には、第三者としては、民間の受託者等や監督当局などが考えられる）といったアプローチが考えられる。現実問題としては、これらのどれかひとつというのではなく、これらの長所を適切に組み合わせた（効率的な）やり方を追求するのが妥当と思われるが、いずれにせよ、現在の民法、信託法や商法におけるルールだけで十分かどうかは疑問の余地があり、したがって、民法、信託法や商法の特別規定となるような私法ルール（とくに、たとえば善管注意義務を明確化するような具体的なルール）を整備する必要があるように思われる。なお、このようなルールの整備は、全体として集団投資スキームの適切な発展をサポートするためのものであり、その重点は、民法などにおけるルールを明確化することに置かれるべきもののように思われる。したがって、ルールの「量」が増えることはあっても、基本的には、「質」として規制の強化という性格を有すべきものではない。以上のことは、取引ルールの整備についてだけでなく、市場ルールや業者ルールの整備についてもあてはまる。

（ウ）悪質商品の取扱い

以上に関連して、いわゆる悪質商品の取扱いをどうすべきかという問題がある。この点については、わが国におけるこれまでの歴史にかんがみると、その対応等の面において類型的に別物として取扱ってきた面もあるので、基本的な方向としては、金融関連の詐欺的行為を禁止する法律を制定し、そちらで取り締まることを検討することが望ましい（現在では、いわゆる出資法で一部取締りが可能であるが、出資法のように預り金を一律禁止するような法律は、その立法論的な妥当性につき再検討する必要がある）。

（エ）合同運用型と単独運用型

資産運用型のスキームについては、合同運用型のスキームを中心としてルールを整備することになるが、単独運用型のスキームについても、最終投資家までの仕組みのすべてを視野に入れたルールの整備を行うことが妥当である。一例をあげると、厚生年金基金1人が年金信託を利用した運用をしている場合には、厚生年金基金自体が集団投資スキームであり（いわゆる第1 fiduciary）、年金信託は受益者が1人であっても受給者との関係では実質的には集団投資スキームであると考えられるべきであろう（いわゆる第2 fiduciary）。

（2）集団投資スキームに関するルールの主要項目

集団投資スキームの組成と運営に関するルールとは、スキームの適正性と健全性を確保するためのルールの体系ということができるが、そのようなルールの主要な項目としては、たとえば、次のようなものがあげられる。ディスクロージャ

一、ガバナンスに関するルール（とくに資産運用型では、ファンド自体の認可制や登録制等の当否＜業者に関するルールのほかにファンド自体についてのルールを設ける趣旨は、理論的には主としてルールの enforcement cost に依存して決められるべきことがらであると考えられる＞や、コーポレート・ガバナンスに関するルールの詳細について整理・検討が必要）運用に関するルール（資産運用型で問題となるが、prudent investor rule が中心＜デリバティブ利用に関するルールを含む＞）仕組みのストラクチャリング（組成）に関するルール（資産流動化型）資産の管理（保管）に関するルール、経費および報酬に関するルール、分配に関するルール、元本保証に関するルール、解約ないし買取に関するルール（随時償還を認めるファンドの場合にはその適正性を担保するための流動性確保等に関するルールを含む）不正行為禁止に関するルール（とくにファンドのピラミディング・レバレッジに関するルール、利益相反行為に関するルール等）。なお、いわゆる私募ファンドに関するルールについても横断的に検討を行う必要がある（ヘッジ・ファンドに関するルール整備を含む）。

以上のうちで、ディスクロージャーは、一番の基本となるべきものであって、すべての集団投資スキームについて、スキーム自体のディスクロージャーの充実をはかる必要がある（アメリカの連邦証券法のもとでは、流動化型のスキームについて、サービシング契約や資産管理契約等、関係するすべての契約書を有価証券届出書の添付書類として提出することが求められていることが参考となる）。また、資産運用型の集団投資スキームでは、運用方針および運用結果のディスクロージャーの一層の充実が必要である。

なお、この点に関連して、いわば「高度の仕組み性」を有するとでもいうべきスキーム（「仕組みについてのディスクロージャー」だけでは投資家保護に十分とはいえないような場合）の取扱いをどうすべきかという問題がある。当面は、ディスクロージャーの充実に期待し、商品性を直接制約するようなルールは必要最小限にとどめることが望ましいように思われる。

5．集団投資スキームにおけるリスクシェアリング

今後のわが国において金融商品の主流となるべきものは、集団投資スキームのうちでも、投資家が原資産にかかわる市場リスクなどのリスクを広く浅く負担するような商品であると考えられる。したがって、集団投資スキームを通じたリスクシェアリングということは、将来のわが国の金融市場にとってきわめて重要な課題である。そのようなリスクシェアリングに関する法制は、基本的には、投資家が負担することになる各種のリスクのディスクロージャーを正確に行うとともに、商品の販売に際して、商品の内容およびそのようなリスクについての説明を行うことにより、そのようなリスクが投資家に移転するというルールを基礎とし

て、整備されるべきである（ホールセール・リーテイルWGにおける検討を参照）。このようなルール整備の際して、若干補足しておきたい。

第1に、ポイントは、リスク自体の明確化とリスク分担の要件の明確化の2点にある。すなわち、まず、投資家が負担することになるようなリスクの種類と範囲を整理し、次に、投資家がリスクを負担することになる要件を整理する必要がある。前者については、原資産にかかわる市場リスクのほか、信用リスクやその他のリスク（仕組みが複雑な場合の法的有効性に関するリスクやクロスボーダーで提供される仕組みの場合における適用法規等に関するリスク等）について、明確化する作業が必要である。そして後者については、基本的には、これらのどのリスクについても、的確なディスクロージャーと情報提供がなければ投資家にリスクは移転しないこととすべきである（なお、投資家の属性に着目してさらに私募ルール等を整備すべきであるが、詳細は、ホールセール・リーテイルWGにおける検討を参照）。

第2に、さまざまなリスクのうちでその全部または一部をスキーム組成業者、運用業者や販売業者などが負担するような仕組みも許容されてしかるべきである（その典型例は、いわゆる元本確保型のファンド）。そのような場合については、業者と投資家との間におけるリスク分担について、あらかじめ的確なディスクロージャーと情報提供が行われるようにすべきである。

6．集団投資スキームの耐倒産性

集団投資スキームの耐倒産性の問題は、上述した投資家のリスク負担の問題の一部であるが、現行法制が十分とはいえない領域でもあり、将来、耐倒産性をサポートするようなルール整備が是非とも必要であると考えられるため、ここで若干の点を整理しておきたい。

耐倒産性には、2つの局面がある。第1は、運用業者や資産管理業者などが倒産したような場合における取扱い（顧客保護）の問題であり、第2は、スキームの運営に失敗したような場合における取扱いである。

第1の点については、分別管理ルールを徹底し（取引ルールと業者ルールの双方の整備が必要）また、場合によっては、運用業者と資産管理業者とを別個とすることを要求すべきか否かについて、検討する必要がある（EUのUCITS指令 85/611 参照）。

第2の点については、資産運用型の集団投資スキームでは、元本保証ないし確保型のファンドなどの許容とその条件、また資産流動化型の集団投資スキームでは、各種の信用補完やいわゆるマルチ構造などに関するルールの整備が必要である（現行法制上、とくに後者はルールの改善が必要である。たとえば、倒産法や担保付社債信託法等の改善の必要がある）。

7. その他

(1) fiduciary に関する法制整備との関係

現行の民法などにおいては、fiduciary に関するルールが必ずしも明確であるとはいえない面がある。21世紀に向けた金融分野の発展を展望すると、各種の金融サービスを提供する業者を原則として fiduciary として横断的かつ統一的に把握し、そのような fiduciary に関する取引ルール、市場ルール、業者ルールを明確化することが是非とも必要であるように思われる。そのような基本的な考え方に立ったうえで、集団投資スキームについては、それにかかわる業者についてさらに一層具体的なルールを整備するという方向での検討が行われることが望ましい。

(2) 勧誘・販売ルールとの関係

集団投資スキームの「出口」における商品の勧誘・販売については、ディスクロージャー（私募ルールを含む）および公正取引ルールを軸とした証券取引法的な投資家保護法制を適用することが望ましい。ただし、そのような証券取引法的な法制は、集団投資スキーム以外の金融商品とも共通するものとするのが望ましい。

(3) 金融サービス法（仮称）全体との関係

集団投資スキームに関するルールは、集団投資スキームの仕組みの適正性と健全性を確保するためのスキームの組成および運営に関するルールの体系とし、「出口」における商品の勧誘・販売などについては、集団投資スキーム以外の金融商品とも共通する証券取引法的なルールにゆだね、両者ともを金融サービス法（仮称）に含めることとするのが望ましい。

(4) 会計・税制の改善

以上の法制整備に対応して、関係する会計基準の改善と税制の整備が不可欠である。

(5) その他

信託関連法制については、現行業法における当初信託財産という発想からの脱却、いわゆる兼営法の見直し（約款変更に関するルールや利益相反行為に関するルールの改善等）、信託の倒産に関する法制の整備などが行われる必要がある。また、約款に関するルールについては、消費者契約法（仮称）との関係も含めて、消費者保護の見地からの検討が必要である。

< 付記 >

筆者がこれまでに発表した論文等で関係するもののいくつかを参考までに掲げさせていただきます。

「欧米の資産流動化の現状とわが国の将来」『資産流動化研究』1号(1995年)

「証券投資信託の法的側面」『フィナンシャル・レビュー』36号(1995年)

「欧米における受託者責任」日本証券投資顧問業協会『ファンドマネージャー研修議事録』5号(1995年)

「資産運用業に関する法制の将来」『投資顧問』17号(1997年)

「厚生年金の受託者責任ガイドライン」『ジュリスト』1128号(1998年)

「商事信託の法理について」『信託法研究』22号(1998年)

「セキュライゼーションの現状と課題」『成城大学経済研究所年報』11号(1998年)

「新しい金融の流れに関する懇談会『論点整理』について」『証券業報』570号(1998年)

伊藤邦雄 = 上村達男編『金融ビッグ・バン：会計と法』(1998年)のうち、

「包括的横断的金融法制(金融サービス法)の展望」および「市場取引への民商法の対応」の部分

鴻常夫編『商事信託法制』(1998年)のうち、「商品ファンド：コメント」および「特定金銭信託・ファンドトラスト：コメント」の部分

「忠実義務の周辺」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望』(1998年)所収

「金融法制の将来」鴨武彦 = 伊藤元重 = 石黒一憲編『リーディングス国際政治経済システム第2巻』(1998年)所収

(以上)

集団投資スキームの考え方と金融サービス法

早稲田大学法学部教授
上村 達男

はじめに

新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」(以下単に「論点整理」という)は、金融サービスとして、販売・勧誘、売買、仲介、引受、資産運用、資産管理、助言、仕組み行為を掲げ、新しい金融法制・ルールを、取引ルール、市場ルール、業者ルールに分けてその具体的な内容を示そうとしている。

他方「論点整理」は、特に集団投資スキームを取り上げこれに関するルールのあり方を問うているが(「論点整理」64頁) 集団投資スキームは周知性のない、あるいは乏しい新しい金融商品を生み出す仕組みであるから、これに関連する専門家としては、投資ビークルの仕組みを組成する業者、販売業者、引受業者、仲介業者、資産運用業者(ファンド・マネージャー)、アドバイザー、資産の管理回収業者(トラスティ・カストディアン・サービサー)、会計監査人といった業者が想定されており(「論点整理」61頁) さらにディスクロージャーのあり方といった基本的な問題についても、新しい発想で取り組むべきことが予想される。

このことは要するに、集団投資スキームを論ずることは、そのまま金融サービス法全般を論ずることに他ならないことを意味する。集団投資スキームの議論としてこうしたあらゆる問題を取り上げる場合にも、そうした問題の全てを「集団投資スキーム法制」という括りにおいて位置づけるか、そうした問題のうちから金融商品ないし投資物件一般に妥当すると考えられる問題を可能な限り金融サービス法において位置づけ、集団投資スキームに固有の規制を絞り込もうとするかは、この問題を考えるうえできわめて重要である。そのためには本来は、金融サービス全般に関する一般的・普遍的なルールをまず明らかにし、そのうえで集団投資スキームに固有の問題を抽出するという方法を採用することが理論的には望ましいようにも見える。しかし、そうはいつても新しい金融の流れを代表する集団投資スキームという具体的な素材とともに論点を明らかにし、そのうえで金融商品ないし投資物件一般に妥当するルールないし規制を振り分ける作業をすることの方が、能率的であるともいえる。

集団投資スキームワーキンググループは、集団投資スキームに関するあらゆる問題を検討したが、そのことを受けて、金融サービス法上位置づけられる問題と集団投資スキーム固有の問題とを振り分ける作業が必要であることを指摘してお

きたい。この作業が不十分な場合には、集団投資スキームによって生み出される投資物件以外の、新しい投資物件に関する取引ルール・業者ルール・市場ルールが集団投資スキームに対する規制類型としてのみ位置づけられているために、新たな横断的法制を再び模索しなければならない事態も予想されるためである。

なお、集団投資スキームに関する私見を理解するうえで必要と考える金融サービス法の意義について、特に強調したい点を〈総論〉において予め示しておくことにする。以下も含めて、WGでの議論を通じてほぼ合意をえた事項については、とくに言及していない場合が多い。

総論 - 金融サービス法

1 金融サービス法の意義

金融サービス法は、強固な金融システム作りのための制度改革の一環であり、あくまでも金融システム改革法の問題を受け継ぐ法制である。金融システム改革法は証券・銀行・保険といった縦割り規制を前提に、大規模な法制上のキャッチアップを行ったものであるが、金融サービス法はそうした縦割りを排して横断的包括的な総合資本市場法制を目指す法制であり、将来の法体系のあり方を規定する重要な法制である。したがって、本来理想的には現行証券取引法上の基本概念や体系を前提とすることなく、それらの根本的な見直しを踏まえて、横断的包括的な総合資本市場法制を目標とすべきであるが、そのためには多くの時間を要すると思われるため、とりあえずそうした構想を踏まえつつも、現時点において出来る限りのことを実現すべきであろう。金融サービス法は単に縦割り法制を横断的包括的なものに組み替えるものではなく、将来の構想の先取りの法制という使命を担うべき法制である。

金融サービス法はこうした意義を有する法制であるから、用語として「金融サービス」という言葉で全てを語り尽くすものではない。この言葉は1986年英国金融サービス法に倣ったものであるが、現在英国で審議中の新しい法案の名称は金融サービス市場法案（Financial Services and Markets Bill）である。この方向はまさに業者法の充実から金融「システム」としての充実を期する方向と見ることもでき、そうした方向性を確実に射程に捉えることが必要であろう。私見はこれを横断的包括的資本市場法制と呼んでいる。

2 取引法・業者法・市場法の有機的結合

「論点整理」は、規制の在り方を取引ルール・業者ルール・市場ルールに分けて論じているが、このことはそれぞれのルールが金融的色彩を有するという点のみ共通項を有する、民商法ないし商行為法的性格の一群のルールであることを意味するものではない。あくまでも包括資本市場法制としての法目的を有し、そ

の目的実現のためにあらゆるルールが有機的・目的的に関連し、包括的な資本市場を支える一貫性をもった強靱な経済法規を各ルールが担うものであることを確認しておきたい。日本は欧米の失敗の歴史を理論で乗り越える必要があり、十分なコストをかけて金融システムの土台作りをなすべき段階であるから、こうした視点を特に強調する必要があると考える。

取引法は要件・効果のルールであるが、いかなる要件の下にいかなる効果が発生するかは市場の性格（具体的には個々の投資物件の仕組みリスクの周知性・裏付けとなる資産の性格・商品性の変化可能性・想定される投資家層・価格形成システムの性格・業者の役割等々）が規定する。業者法は義務づけのルールであるが、いかなる理由によっていかなる義務づけがなされ、違反した場合にいかなる効果が発生するかも市場の性格によって規定される。狭義の市場法は、インサイダー取引や相場操縦に関する市場規制のハードな部分を担うが、これらは組織型市場（強度の市場性）に特有なルールの総体であり、全体として包括資本市場法制を形成している（広義には全てが市場ルール・狭義の市場ルールと広義の市場ルールについては「論点整理」36頁並びに後ろから2頁目のチャートを参照）。これらルールの共通項は広範な市場概念であり（成熟型市場と萌芽市場という規制技術の性格を異にする二つの規制体系を抱える広範な概念）全体として国民経済を担う国家財産ともいえる一連のシステムを構成している。もとより、こうした包括的な資本市場法制の中に取引ルールや業者ルールが様々な形で位置づけられることは、当然ながら資本市場法制としての性格とまったく矛盾しない（独禁法は一定の法目的に奉仕する取引ルールの集合体ともいえる）。

なお、業者規制というと護送船団方式下の業者規制が思い起こされるためか、これをなるべく避けようとする傾向があるが、上意下達の業者規制・通達行政とは異なり、市場規制にあっては、取引法・業者法・市場法を有機的に結びつけて、強力な金融システムを作る要石は、市場機能の担い手としての業者なのである。この意味での業者ルールはまさしく市場ルールそのものである。行政としても介入型規制を排除しつつも、市場ルールを担うべき性格の業者ルールについては、その重要性を強調することに躊躇があってはならない。

3 金融的色彩の取引法思考と包括的横断的資本市場法思考の相違点

組織性の高い流通市場を想定する場合には、経済法規的な視点が馴染みやすく、相対型の取引については民商法的アプローチが相応しいように思いがちである。しかし、資本市場法制にとってはこうした部分も多くの場合に、一定の仲介業者が重要な役割を果たし、価格の公正さに対してとりわけセンシティブな資本市場法制の一環として把握されるべきである。この場合には民商法的な角度から見ても資本市場法制的な角度から見ても、扱っている事象は同じであるが、出発点が私的自治（私法）と市場機能の確保（経済法規）という具合に正反対であるから、

分析の方法も結果も異なってくる。以下、相対型取引ないし萌芽的取引を市場規制と見ることの長所を列挙しておくことにする。

狭義の市場法（相場操縦・インサイダー取引・取引所規制等）が明確に位置づけられる。

相対型市場・ディーラーマーケットも市場規制の一環として位置づけることは経済理論に合致すると共に、ディーラー等の価格に対する責任を明確に位置づけることができる。これを取引法で見える場合には、投資者保護を強調してもそれは取引関係者間の利害調整の結果にすぎず、マーケットの価格形成それ自体の意義が見失われがちとなる。

業者に課せられる説明義務や適合性原則の根拠として、公正な価格形成に資する投資判断の形成に貢献すべきことを強調できる（市場規制はすべて取引対象の現時の品質・価値をめぐる競争の確保が目的）。

相対型取引規制に市場規制的観点を強調することは、より高度な市場を目指す上ではじめから筋のよい体質を獲得できる。萌芽市場の段階を私法に委ね、大きな市場になってから急に市場型規制を課すことは市場の形成段階に応じたルールを課し難い。

犯罪の保護法益を公共財たる市場メカニズムに対する抽象的危険犯として位置づけることができる。具体的な結果が生じなくても重罪（列車往来妨害危険罪・水道毒物混入罪・放火罪・通貨偽造等々 - 罪刑も上限なし < 懲役年以上 >）。

違法な契約の効力等の問題についても、市場への影響の排除ないし市場機能の復元という観点から、取消ないし無効の結論を導きやすい。

目的が明確であることから、目的達成のために使えるあらゆる手段を追求することの根拠が示される - 課徴金・民事制裁・排除措置・報奨金（アメリカ・インサイダー取引）等々。

4 新しい金融の流れには新しい概念を

英国が 1986 年に金融サービス法を制定する際には、investments（投資物件）investment business（投資業）といった概念を法的な概念として開発し定着させていった。先に述べた現在の法案でも regulated activity（規制業）regulated person（規制対象者）といった、トートロジーとも見える概念を案出し、言葉の問題よりも規制の実質を優先させている。

日本は既存の概念からの離脱を好まないが、この際たとえば、法上の概念については大胆な変更を加え、その現実の使用については従来の概念の使用をも認めるといった工夫を凝らすことで、新しい概念にも挑戦していくことが必要な状況があるようにも思われる。たとえば投資物件にかかる年次報告書という概念を法律上は用いつつも、従来の有価証券報告書の用語を認めるといった柔軟な対応も

可能であろう。新しい概念は法律を短く分かりやすいものとし、理念の変化を肌で伝えるにも有益であろう。

各 論 - 集団投資スキーム

1 集団投資スキームとは

集団投資スキームとは、特定の資産を原資としてキャッシュフローを生みだし、あるいは特定の資産が有しているキャッシュフローを組み替えることによって、包括的な資本市場法制ないし金融サービス法上の投資物件ないし金融商品を新たに作りだすことのできる仕組みないし法的な装置をいう。両者の共通項は、一定の資産にかかるキャッシュフローが資本市場における投資物件の配当ないし利払いという性格のキャッシュフローに転換されるところにある。

集団投資スキームという契約の集合体それ自体が評価の対象なのではなく、この仕組みが投資客体を生むところに、資本市場法制の一翼を担う規制類型としての意義がある。英国の集団投資スキームも、集団投資スキームのユニットが投資物件になるという構造に着目した概念となっている。

ここで投資物件ないし金融商品とは金融サービス法ないし包括的資本市場法制上の基本概念であり、広義の市場性 (marketability) ある取引客体を意味する。市場性は結果的には、資本市場における投資対象性というのと変わらないと思われる。単に投資性という取引客体を投資家から見た概念になるようであるが、市場性はそれをマーケットから見た概念になる。したがって、市場性の認定要素 () は広義の市場取引適合性という技術的要素とその商品が有する国民経済的意義 (法目的に適う物件) ということになる。

集団投資スキームがこうした投資物件ないし金融商品を作り出すことのできる仕組みであり、できあがった投資物件に市場適合性が備わっていれば、現実の投資家がいかに少なくとも、規制の対象となりうる。

ここで市場性の認定とは、現に流通性・換金性がなくても、スキームとして広義の市場取引適合性が認められれば、事前にこれを認定することができ、他方上場廃止になってもその後の処理が終了するまでは投資物件としての性格を失わないため、イノベーションを阻害するようなことにはならない。このことは、株式会社において設立中の会社に会社法理が及び、清算中の会社に会社法理が及ぶのと共通の問題として理解できる。なお、日本の法体系の下では、仮に理想的な金融サービス法が成立したとしても、完全な包括規定を設けるには無理があり、原則的にはこうした機動的な認定手続によって同様の効果を期待することができる。なお、この問題については、上村「証取法 65 条と有価証券概念」商事法務 1193 号 (1989)。

2 共同性と受動性について

英国の金融サービス法においては、集団投資スキームの要素の一つとして参加者が日常的な管理を行わないことが、アメリカ連邦証券諸法上の証券概念の一つである投資契約（investment contract）の認定要素の一つとして、利益がもっぱら投資者以外の者の努力によって生じること、が挙げられていることから、集団投資スキームの基本的な性格として「受動性」を、また不特定多数の者から資金を集める点を捉えて「共同性」をもって概念上のメルクマールとする見解が有力である。しかし、こうした説明は資本市場法上の投資物件ないし金融商品の性格である「市場性」ないし「投資対象性」を取引法的に表現したものであり、私見によると集団投資スキームを、資本市場において取引客体たる投資物件ないし金融商品を生み出すことのできる仕組みと解すれば、共同性も受動性もあえてメルクマールとして掲げなければならない理由はないと考える。資本市場において投資物件となっても、そうした投資物件の仕組みにおける投資者の地位は多様であり、そうした投資物件が住んでいる資本市場の性格も多種多様である。投資物件の仕組みにおいて、投資者がガバナンスに関与する場合もあれば全くない場合もあり、特に市場性の高い組織的市場ともなれば投資者がガバナンスに対して関与する度合いも著しく低くなるであろう。要するに集団投資スキームが生み出す投資物件には何らかの意味において、投資対象性すなわち市場性が備わってはいるが、ガバナンスへの関わり方には濃淡いろいろあり得るため、そうした事情の一切を問うことなく、受動性をメルクマールとしてしまうことには問題がある。共同性も市場の組織性の濃淡を裏から表現したものにすぎないというべきであろう。

3 集団投資スキーム認識の必要性

多くの投資物件は、自覚的にはではないにせよ、歴史的にはこうした一定のスキームに沿って形成されてきたと見ることができる。株券然り、社債然りである。株式会社制度は株券という投資物件を生み出す仕組み規制と見することもでき、株式には均一性・同質性といった市場適格性、代表取締役・取締役会・会計監査人といったガバナンス構造が備わっている。日本の現行証券取引法上の有価証券に関する販売規制・開示規制等は、理論上、株券という長期熟成金融商品にかかる集団投資スキームの一部をなすと見することもできる。

集団投資スキームは、歴史的に形成されてきた、金融商品生み出しのプロセスを自覚的に抽出し、これを新たな金融商品を安定的に生み出すことのできる仕組みとして再構成し、これを現代に生かそうという試みである。したがって、このように集団投資スキームが構成されてみれば、理論上株式会社も集団投資スキームとされるのは自然である。

4 定型性ある商品性が確立済みの商品の扱い

しかし、集団投資スキームは投資物件を新たに生み出す仕組みであるから、既に周知性を獲得済みの投資物件、定型性のある投資物件のうち、集団投資スキームの性格を有するものを、正面から適用対象とする実益はないのが普通である。とりわけ、株券のような商品は、従来の証券取引法上の規制が、主として株券用規制システムといえる性格を有していた限りにおいて、集団投資スキームとして把握する必要はない。ただ、こうしたものも理論上は集団投資スキームの投資物件であり、既存のシステムに欠陥がある場合もあることから、これらを含めていったんは集団投資スキームとして把握しながら、個々の規制ごとに(仕組み規制・開示規制・勧誘規制・責任分担等) 適用を除外していくという方式を採用することも考えられなくはない(ただし、何をもちって集団投資スキームに固有の規制と見るべきかについては、後述)。しかし、既存のシステムに欠陥があるならば、通常は既存のルールに一定の修正を加えれば足り、集団投資スキームとして扱う必要はないものと思われる。

5 投資物件との関係

集団投資スキームは投資物件を生み出す仕組みであるが、広義の市場性を本質とする投資物件は集団投資スキームからのみ誕生するわけではない。同質で均一に細分化された商品はそれだけで投資物件たりうる場合がある。市場性とは、既述のように、市場適合的な商品としての技術的な条件と、国民経済的な意義の存在(金融サービス法ないし包括的資本市場法制の法目的に適うこと) によって認定される。通常は運用・管理システムがあってはじめて市場性を獲得できるが、運用・管理がないと常に投資物件たりえないとはいえない。集団投資スキームには運用・管理が伴うが、投資物件にとっては不可欠の要件ではない(指数等、不動産・commodity の単純細分化? - もっとも、同質均一の更地や金のバーを作る工程は、市場性ある取引客体を作るための物理的な集団投資スキームと言っていないこともない? - 個性的な資産の集合体を均一同質な抽象的投資単位に変える工程)。

集団投資スキームが包括資本市場法制ないし金融サービス法の法目的に適う投資物件を生み出すシステムである以上、まがい契約はこの法制の本来の対象とはなりえず、この分野はこのための特別法、消費者契約法ないし一般私法法理の展開に期待すべきである。ただし、後述のように私見によると仲介業者に課せられる know your market rule の帰結として、まがい商品の販売・勧誘に対する禁止効果が出てくる場合がある。

6 集団投資スキームとマーケット

周知性の高い商品性の確立した商品の場合には、高度な組織的市場も共に確立しているのが普通であるから、たとえば、株式会社法制といういわば集団投資スキームから形成される投資物件は（株式・転換社債・社債等）、どれも確立した市場における取引客体として、違和感なく取り扱われるのが普通である（まず、マーケットありき）。しかし、ここで集団投資スキームは、一定の仕組みないし装置に沿って、新たな投資物件ないし金融商品を作り出すものであるから、そこで作り出された金融商品の性格に応じて、それに相応しいマーケットが想定されることになる。まさに集団投資スキームは、テーラードの紳士服（投資物件）をつくる、有力紳士服店に似る。

集団投資スキームを構成する諸要素、たとえば 取引客体の性格 - 資産の性格・仕組みの周知性・品質の変化可能性・リスクの大小 取引主体の性格 - 機関投資家・大衆投資家・投資目的等 法的受け皿の性格（組合・信託・会社等）市場の性格（価格形成メカニズム） 販売形態、といった要素が投資物件の性格を特徴づけると同時に、マーケットの性格を特徴づける。このことが、情報開示ルール・販売ルール等に直ちに反映する（know your market rule - 後述）。出来合いの販売ルートに乗せれば済むものではない。

7 二種類の集団投資スキーム

運用型と証券化型

既述のような集団投資スキームの意義からすると、集団投資スキームには次の二種類のものが存在することになる。第一は、不特定多数の（私募も可）投資家の資金を集めてキャッシュフローを作り出すものであり、これを運用型集団投資スキーム（以下、運用型という）という。第二は、すでに存在する資産が有するキャッシュフローを確実に維持しつつ、広義の資本市場に結びつけようとするための仕組みであり、これを証券化型集団投資スキーム（以下、証券化型という）と呼ぶ。要は、資金を集めてキャッシュフローを作り出すのと、キャッシュフローを使って資金を集めるのとの違いであり、この違いは、仕組みや情報開示の性格に影響を与えるものと予想できるために、これを区別する意義があると考えられる。

二種の集団投資スキームとルールへの反映

スキームの中心は、運用型の場合はキャッシュフローを作り出す中核である運用と配分にかかるルールが中心となる。運用業者規制の一般ルールに加えて、運用型集団投資スキームの設計者に関するルール、投資家のガバナンスへの関与に関するルール等が付け加えられる可能性がある。証券化型の場合は既存のキャッシュフローの切り離しとキャッシュフローの確保（取り立て・保管）と市場適合的形態への加工（均一な商品性・信用強化）といった仕組みルールが中心となる。

こうした、スキームの中核をなすルールと、情報開示・投資勧誘ルール等との関係については後述。

8 金融サービス法の展開度と集団投資スキーム

始めに述べたとおり、私見によると、本来時間さえあれば、金融サービス法制は、現行証券取引法の内容・体系の細部に至る全面的な見直し作業を踏まえて行われるべきである。現行証券取引法は株式・社債といった周知性の高い投資物件が、組織性の高い確立された証券市場において取引されることを想定して主として体系づけられており、商品性の仕組み等の周知性も乏しくマーケットも確立していない萌芽市場ないし相対型市場に適合的な体系を本格的には有していない。しかし、こうした新たな体系をも包含する本格的な包括的資本市場法制を確立するためには、作業に多くの時間を要すると思われるため、当面金融サービス法は本格的な包括的資本市場法制の先取り法制という過渡的な性格を有するものと考えられる。もっとも、過渡的とはいっても、現時点において将来のあるべき法制の姿を見据えて、可能な限り金融サービス法自体をそうした方向に近づける努力をなすべきと思われる。

集団投資スキームはまさに、商品性に周知性の乏しい萌芽的市場ないし相対取引型市場にかかる規制体系において扱われるべき問題であるから、こうした市場に相応しい情報開示ルール、投資勧誘ルール、業者ルール、市場規制等が、金融サービス法において先取り的に実現した場合には、集団投資スキームに関する法制は、そうした金融サービス法の一般的な規制の上に何を付け加えるかという観点から検討されることになるはずである。この場合に、集団投資スキームに対する規制の中心は、仕組み規制・責任分担規制・利益相反規制等と、付加的な業者規制（あれば）となり、販売規制・開示規制等は一般的な金融サービス法上のルールに解消されることになる。

しかし他方、金融サービス法の展開度が低く、既存の証券取引法的な枠組みが温存され、萌芽市場ないし相対型市場向けルール群が一貫した形で形成されない場合には、本来金融サービス法ないし包括資本市場法制上の問題として処理されるべきルール（投資物件一般にかかる萌芽市場ないし相対型市場一般に関するルール）が、あたかも集団投資スキームに固有のルール群であるかの様相を呈することになる。この場合、集団投資スキームの法規制は、それ自体が取引法・業者法・市場法を包摂する包括的かつ総合的な独自の法領域であるかにみえる。結局、集団投資スキームに対する一群の規制のうち、直ちにあるいは将来的に、包括資本市場法制ないし金融サービス法の（萌芽的市場規制の体系における）情報開示規制ないし投資勧誘ルール等に解消しうべきものと、どこまでも集団投資スキームに固有の規制類型であり続ける部分（おそらくは仕組み規制）とを区別して考えるように努めることが必要であろう。こうした部分を絞り込む作業は、投資物

件一般に関するあるべき法制を浮き彫りにさせる作業でもある。私見によると、
集団投資スキーム法制の比重が大きくなり、金融サービス法の比重が比較的に小
さくなる場合には、集団投資スキームが生み出す投資物件以外の投資物件との間
にも横断的法制を作ろうという、金融サービス法制定の趣旨と矛盾することになり
かねず、その多くの部分を将来の本格的な総合資本市場法制ないし包括資本市
場法制（金融サービス法の改正法）に再び吸収し、あらためて横断的な法制を構
想しなければならなくなるように思われる。

9 金融サービス法で確立することが望ましい萌芽市場の体系

伝統的な規制体系と萌芽市場ないし相対型市場体系における規制体系との相違
の概要をここに対照的な形でイデアルタイプとして纏めておくこと次の通りであ
る。以下成熟市場型規制類型をA型、萌芽市場相対型市場規制類型をB型として
引用する。以下のB型の部分が金融サービス法ないし包括資本市場法制において
実現すればするほどに、集団投資スキーム規制の部分が純化され身軽になる。な
お、A型とB型の中間の状況については、B型を前提に随時適用を外していくと
いう方向で考えている。

中心となる市場

A型は流通市場中心（発行市場は派生市場規制）

B型は発行市場中心（流通市場はアフターサービス問題）

ディスクロージャーの形態

A型は流通開示中心、公衆縦覧中心、発行市場も公募概念からスタートした
私募概念 開示義務者も定型化 - 発行者

B型は目論見書中心、直接開示中心、私募概念からスタートして公募も付加
いわば原初的私募ともいふべき私募概念 ここでは伝統的な届出・効力
発生規制の有効性が高い 開示義務者を市場への提供者概念にすること
でオリジネーターないし金融商品設計企画者に対する情報開示義務を
観念できる（株式の場合の発行者もこの概念に吸収できる）

ディスクロージャーの中身

A型は個々の商品の内容開示中心（企業内容の開示 - 仕組み等には周知性が
確立） - ここでは株式を想定

B型は仕組み開示・リスク開示からすべてを開示

プロであっても詳細な開示が出発点であり、慣れに応じて除外

会計・監査

A型は個々の商品の内容会計・内容監査

B型は要は取引客体会計・取引客体監査

業者規制（販売・勧誘）

A型は取次（ブローカー）中心（確立した市場） 市場の価格形成に直結する勧誘・助言規制 - 市場ルールが独立するためブローカーも独立

B型は自己売買（ディーリング）中心（形成途上の市場） 勧誘・助言の価格形成への影響は間接的 - 市場ルールとしての業者ルールとその他の業者ルールとの利害相反問題は重要 個々のマーケットの状況に即した臨機応変の勧誘ルール

仕組み業規制

A型では仕組み関係業は定型化され意識されず（株式会社の払込金保管証明業・検査役の検査・認証・弁護士不動産鑑定士の証明・仮取締役等・裁判所による解散命令・公示・公告・会計監査人・社債管理会社等々）

B型では、定型的な業者規制類型を用意して（誰でも使える金融素材業を横断的に目立つ形で用意） 仕組み行為規制（ここは専門的な特別の規制を要する）

不公正取引規制

A型は市場阻害経由での被害（流通市場の中で被害者と利得者 - インサイダー取引・相場操縦・風説の流布・適時開示の遅滞等）

B型は投資家が直接の被害者（詐欺・不法行為の延長で理解可能）

民事責任

A型は民事制裁的意義（市場阻害責任）

B型は現状回復的損害賠償

10 業者規制の適用レベル

個別の業規制一般とスキーム関連業規制の関係

集団投資スキームは各種業態のほとんどを使うため、両者を一体として見て、集団投資スキームに関する規制の中に、各種業規制を包含しても、当面の需要に対応できるようにも見える。しかし、上記のように、業規制を考える場合には、それ自体で完結する個々の業に関する規制と（金融サービス法における業規制一般）集団投資スキームに組み込まれたときの業のあり方に関する規制とを一応分けて考えることができる。たとえば、前者としては、販売・勧誘については、对市场責任ないし対顧客責任というレベルでの共通ルールを設定することが可能であり、資産運用業についても、ブルーデントマン・ルールを、資産管理業については受託者責任、分別管理を、助言業についても受託者責任、best advice 義務、对市场責任、を想定することができる。また、共通の問題として、株式会社であることを求めるか、株式会社であるとしてどの程度の株式会社であるべきか、最低資本金のレベルをどこに求めるか、ガバナンス・内部統制の水準をどこに求めるか（特に非上場会社の場合）、自己資本比率・流動比率・早期是正措置といった財務規制が必要な場合があるか（英国金融サービス市場法案は regulated person

だが財務規制 - 株式会社の場合にはどうあるべきか)これを不要とする場合には倒産対策、破綻前状況の把握とこれに関する情報開示の徹底が必要となる。

後者の集団投資スキームにかかる業規制として、資産運用業も資産管理業も活用されることになるが、通常、上記の個別業規制に付け加えるべきものはないようにも思われる。したがって、ここでは仕組み行為ないし設計者たる業に対する規制が中心となる。具体的には、仕組みの適正性確保責任(スキーム設定責任)、関連業に対するスキームの徹底責任、責任分担(全額責任を前提に各関連業態に求償? - 責任分担の文書化?)、スキーム自体の承認制(ディスクロージャー制度との関係につき後述)、スキームの公示等々、が問題になろう。

英国金融サービス市場法案の場合

英国の金融サービス市場法案では、集団投資スキームの承認制(regulated schemes)の前に、個別の業務範囲に対する許可制(permission)が、さらにその前に規制業務(regulated activity-以前の investment business)の認可(authorization)が用意され、三層システムとなっている。そして、もっとも広い概念である規制業務の最低要件として、adequate resource 要件(負債基準・リスク管理基準)と suitability 要件(fit and proper person であること - 人的資質、業務の性質、業務の健全性確保)がある。個々の業務規制については、以前の三段階方式を二段階方式に改め(自主規制機関規則が F S A 規則に吸収されたため)、F S A の principles for business と codes of practice、F S A の rules と regulations、たとえば業務行為規則(conduct of business rules)、財務規則(financial resource rules)、不招請の勧誘規制(unsolicited calls regulations)が用意されている(*)。

英国は全般に発行市場規制が不備であるためか、全般に販売規制に関する規定が多いが、この販売・勧誘に関するマーケットとの接点に関するルールを纏めて、financial promotion(金融販促活動)とし、一括して広告・不招請の勧誘を規制しようとしていた(*)。

*最新の法案によると、financial promotion 概念は marketing prohibition 概念に代わり集団投資スキーム概念から、より一般的な投資物件用の概念に吸収されたようである。不招請の勧誘概念自体も、海外からの internet promotion に対して適合的でないため、概念自体は廃棄されたようである。実質が後退したとは思えない。なお、検討を要する。

なお、もっとも包括的な指導原則たる principles for business の内容は、高度の誠実さ(integrity) 相当の注意(due skill, care and diligence) 効果的な業務活動の組織・監督 慎重な(prudence) 業務と業務の組織化(財務資産の流動性確保を含む) 市場行動に関する基準の遵守 顧客の利益に対する配慮と顧客の公平な取り扱い 企業の判断に信頼する顧客との信頼関係維持 規制機関に対する協力的な態度、といったものである。横断性を強調す

ると、ルールは薄いヴェールのようになるが、それをすべての業者に課する意味は十分にあると思われる。

個別業務規制のあり方について

このように、英国金融サービス市場法案は、個別業規制の上に包括的な概念として規制業務ないし投資業という概念を被せるが、このことにより個別業に新たに参入する場合の要件が著しく緩やかになり、容易な新規参入が可能になるという長所がある。ただし、英国の包括的認可（authorization）は、EUにおける業規制との関連で必要な規制かもしれず、日本に導入する場合には、これを二層制とし、個別業務認可基準の中に包括共通基準と個別基準を用意し、認可を得た業者が新たな業務に参入する場合には個別基準のみを審査するといった対応をすれば足りるものと思われる。英国法案でも認可申請を許可申請と見なすことができるとしており、両者の重複を避けようとしている。

11 販売勧誘に関する業者ルールとしての know your market rule の提唱

集団投資スキームと know your market rule

既述のようにこの部分は、できれば金融サービス法ないし包括的資本市場法制において実現されることが望ましい。ここでは、こうしたルールが集団投資スキームに対して適用される場合を想定している。

集団投資スキームは、テーラードの投資物件ないし金融商品を作ることのできる仕組みないし装置であり、そこで作られた投資物件ないし金融商品の性格に応じて、それに相応しいマーケットが想定される。したがって、生み出された商品の性格を知るためには、そうした商品それ自体の特徴と共に、その商品がいかなる性格のマーケットにおいて位置づけられ、いかなるマーケットが設計されているか、そして現実にマーケットの運用状況はどのようになっているかを、全体として理解することが必要である。株券の販売を行うときに株式の仕組みを説明する必要はないが（証券市場の仕組みにも大抵は周知性がある）集団投資スキームが生み出した投資物件を販売する場合には、その商品の仕組み・リスク・個々の内容・想定される投資家層、市場の性格と市場監視等の水準、換金の仕組み等を、十分に理解した上で、そうした市場に相応しい説明・勧誘がなされなければならない。私見によると、金融システムの一翼を担い、公正な価格形成を中心とした健全な市場メカニズムの達成に貢献するためには、単に取引法的視点から顧客を保護するために説明・勧誘するという発想では不十分であり、商品とマーケットの特徴を知りつつ説明・勧誘すべき資本市場法制上の責務を明確にすることが必要である。その意味で、いわゆる know your customer rule ないし know your products rule は成熟市場にあっては相応しい概念であるが、マーケット全般から仕組んでいく集団投資スキームにあっては、資本市場法制上の問題としてはいわず know your market rule といった包括的勧誘ルールを他国に先駆けて推進し

て行くべきであろう。現行の商品ファンド法や特償法といった法律には適合性原則に関する規定すらないが、こうしたものに know your market rule を課していくことは重要である。

適合性原則との関係

販売業者に対して市場を知った勧誘を行う義務が課されることによって、販売業者は当該の投資物件とその投資物件にかかるマーケットの性格に適合的な説明・勧誘を行うべきであるから、取引法的な意味で語られている適合性ルールや説明義務の相当部分はこの責務に吸収・解消される。もともと資本市場法制上適合性ルールは、本人がやりたがってもやらせてはならないという面を有しており、いわば非定型的な非適格投資家排除責任でもあるから、公正な価格形成に貢献すべき投資判断を確保すべき責任といった資本市場法制上の位置づけがまずはなされなければならない。適合性原則が投資家の知識・経験・投資目的に適うべき勧誘をなすべき状況も、資本市場法制上は第一義的にはそうした真摯な投資判断が正しく証券市場に参入され、公正な価格形成に資するという機能が重要である。

顧客に対する義務・コンプライアンス・まがい商品

このように、勧誘規制を資本市場法制上のものとして構成する場合には、取引主体は買い主と売り主の双方（顧客）であるから、こうした義務がこれから買おうとするものに対するものでもあることは明白である（経済法規である以上当然ながら、契約関係は不要）。

具体的な勧誘にあたっては市場構成要素を詳細に示したチェックリストを作り、それに沿った勧誘を行わせる。勧誘者の雇用主には、そうした体制を作るべき責務を課す。集団投資スキームについては、株式と同様の勧誘体制で事に当たってはならず、当該の投資物件とそれにかかる市場を十二分に知り尽くした者のみが勧誘すべき体制を確保すべきである。このための十分な体制を敷くべきコンプライアンス義務を課すことも考えられる。

登録販売業者には know your market rule が課されるため、まがい商品を勧誘すれば直ちに違法行為として、雇用主の責任を追及できる。登録販売業者以外の者は不特定多数の者に対して投資物件ないしこれに類似する商品を勧誘・販売してはならないことも明らかにする。登録販売業者以外の者が投資物件にも該当しないまがい商品売る場合については、前述。本法の対象としないが別個十分な対応が必要である。

一般民商事法ルール整備の重要性

説明・勧誘ルールについては、こうした資本市場法制上の意義を明確に把握することに加えて、その外延にまたはこれと部分的に重複する形で、民商法的な説明義務や勧誘規制が、詐欺や不法行為といった強固な根拠と共に厳として位置づけられ待ち構えていることが必要である。こうした資本市場法制上のルールは、裾野に広がる広範な私法上のルールによって支えられる。しかし、後者のみで事

足りるといふことにはならない。縦割りを前提に大きな制度改革を行った金融システム改革法の次に来る法制は、縦割りを打破した本格的な資本市場法制を目指すものでなければならず、単に金融的色彩を有する私法制度を充実させたというのでは物足りない。

12 ディスクロージャー制度

スキームの個別承認制と萌芽市場向け発行市場規制との関係

既述のように、集団投資スキームに関するディスクロージャー制度は、基本的には金融サービス法ないし包括資本市場法制上の、萌芽的市場ないし相対型市場規制における、新たなディスクロージャー制度に解消されるのが望ましい。ここでは、運用型集団投資スキームと証券化型集団投資スキームの二つについて、ディスクロージャーモデルを作り、その内容も、それぞれに相応しい仕組みの要素のみを抽出し、詳細は問い合わせ等にきめ細かく答えていくことも考えられる。

もともと、萌芽的市場体系におけるディスクロージャー制度にあつては、既述のように、商品性の周知度が低ければ、相手がプロであっても詳細なディスクローズを行って販売していくのが当然であり、私募の観念が既存の観念とは異なる（既述 - 原初的私募）。したがって、募集概念を広範にとって、届出・効力発生期間を多少長めに設定すると、個別商品の事前承認制との違いはそう大きなものとはならない可能性がある。仮にかつてのように効力発生期間を 30 日としつつ、仕組み・リスクの周知性の高まりと共に適宜この期間を短縮していくことが考えられる。

アメリカでは投資会社法上スキームの個別承認制がとられるが、私見によるとこれはいわば集団投資スキームないし萌芽市場向け発行市場規制が確立していれば、これに吸収されるべきもののように思われる。アメリカの商品ファンドは業者規制となっているが（CPO・CTA規制）これも商品版発行市場規制がないことによる対応と見るべきではなかろうか。

各種規制法上の概念の発行市場規制システムへの吸収

このように萌芽市場向け発行市場規制が確立した場合には、各種規制法に見られる契約締結前の書面交付義務に関する規定は、金融サービス法ないし包括資本市場法制上の目論見書規制に吸収される。特定投資者也適格機関投資家概念に吸収しうる。金融サービス法ないし包括資本市場法制が相当程度確立することを前提に、こうした個別法規内の個別規定の中から、こうして吸収されるべき規定を列挙し、残る規制群とに振り分ける作業が必要であろう。

継続開示

継続開示については、マーケットでの換金可能性を認める以上、定期的な情報開示を要求していくべきであろう。これを既存の開示システムとは別個の、たとえば運用報告書として要求するか、萌芽市場に特有の月次報告書制度ないし四半

期報告書制度として位置づけるかという問題がある。株式市場などの継続開示、たとえば有価証券報告書は、適時開示の年鑑的な集約文書であり、適時開示こそが主役をなすのに対して、萌芽市場にあっては、適時開示が流通市場機能を確保するという状況ではないため、運用成果の定期的な開示制度の比重は相対的に大きいように思われる。この場合の継続開示は投資家の数に応じて、直接開示としての継続開示という性格が原則となる（公衆縦覧が原則とはならない）。

なお、この場合でも集団投資スキームを構成する業の破綻やスキーム自体の行きづまりに関する情報については適時開示が望まれるが、必ずしもこれが機能するとは期待しがたい状況でもあるので、その場合の責任体制や責任財産の分別管理、補償制度の重要性が強調される。

13 取引客体会計・監査制度の確立

日本の現行証券取引法制は、主として株券用に出来てきており、そのことが株券用情報開示制度である「企業内容の」開示制度に表れている。会計・監査が「企業」会計、「企業」監査であるのも、そうした発想の反映である。しかし、今日包括資本市場法制が対象とする全ての投資物件について、「取引客体」開示、「取引客体」会計、「取引客体」監査が、証券市場機能確保という法目的の名において求められるに至っている。

金融サービス法ないし包括資本市場法制は、本来はこうした問題についても一定の対応をすべきであるが、集団投資スキームについては、当面そうした対応が早急に必要となる。その際、投資物件用開示・会計・監査の包括ルールを策定し、集団投資スキーム用(二つのモデルに即して)ないし個別投資物件ごとの個別ルールを付け加える、といったことも考えられる。

14 証券化型集団投資スキームの仕組み規制

このような検討を経て、集団投資スキームの対する規制のあり方を考える場合には、その固有の規制領域は仕組み規制ということになるであろう。とりわけ仕組みが複雑な証券化型集団投資スキームに対する規制の在り方が問題である。そこで、ここに主として証券化型集団投資スキームの仕組み規制を念頭におきつつ考慮すべき点を挙げておくと(多くは運用型にも妥当する)第一に仕組み業者に対する免許制等の業者規制の是非である。仕組み自体の審査制も考えられる。この点については上記の通り、金融サービス法ないし包括資本市場法制上の、萌芽市場向け届出・開示制度のあり方によっては、両者の相違がどの程度のものか、簡単に結論を出すことは出来ない。業者規制さえあれば開示規制上の審査は不要ということにはならず、逆に開示規制上の審査にとっても、業者情報は重要な審査対象となる。開示規制上、十分な業者であれば許されるものが、経験不足の業者にあっては許されないということもありえないではない。既述のように私見は、

個別案件の妥当性の審査というよりは、萌芽市場に固有のディスクロージャー制度のあり方として、一定の審査を必要とし、その際十分な業者情報の提供を求めるといったことも、仕組みそのものに周知性のない金融商品の開示規制のあり方としては肯定されると考える。もとより、このことはあらかじめ一定の業者規制を課しておくこととは矛盾しない。

第二に、個々のスキームに対して、運営の監視者としての trustee ないし independent director (board of director) の設置を義務づけるかという問題がある。私見は、この両者の実質的な相違は、さほど大きなものではないようにも思われ (director も沿革上は trustee であったとみることができる)、両者の上位概念として独立管理機構といった概念を認め、そうした存在たりうるものを予め指定しておくといった対応も考えられるように思われる。この点も、業者規制・開示規制の水準如何によって評価は変わりうるが、日本の状況からすると、業者規制・開示規制をともに充実させながらも、なおこうした独立の管理機構を求めることで、安心感のあるシステムの構築を優先させるべきであろう。

第三に、受託者責任については、資産運用におけるもののように本来的な意義を有する概念をまずは明らかにし、そのうえで投資物件ないし金融商品の仕組みを担い支える業と業との間の設計図にしたがうべき法的義務を明らかにし、最後に勧誘・助言のように投資者に対する受託者としての面と、マーケットを担う業者としての公的責務とが重なる業における責務を、それぞれマーケットにおける機能に応じて明らかにしていくことが必要である。

第四に責任分担については、スキーム全般における寄与度に応じて責任を負担すべきこと、スキーム設計者には設計責任とスキームの維持責任が課せられると思われることから、寄与度を比較的大きめに評価すべきこと、スキーム内部での責任問題と対外的な責任問題とを分け対外的な責任については、当該金融商品を資本市場に持ち込んだ者 (私見によると理論上はこの者が開示義務者となるべきだが) が一次的な責任を負うこと、とすべきであろう。

第五に利用される法的ビークルについては、税法や会計上の配慮から来るビークルの選択がそのまま投資者保護の水準に反映されるようなことがあってはならない。また、ビークルの選択が直ちに集団投資スキームの内容を制約する場合もあるが、設計の不備をビークルの不備という形で責任転嫁されないような仕組みが必要であろう。標準的なスキームから見て異例な仕組みが、合理的な理由なく組み込まれているような場合には、萌芽市場向け発行市場規制 (金融サービス法において確立されていることが前提) における、効力発生期間中の審査においてその合理性の有無と、十分な説明ないしディスクロージャーのあり方について、審査当局の指導性が発揮されるべきであろう。新しい金融商品を開発しようとする業者としては、通常活用しにくいとされているビークルを使用する場合には、まずは仕組みとしての合理性について審査当局を説得しうるほどの準備が必要で

あろう。ここでの審査当局の立場は、個々の商品の善し悪しについて判断をするものではなく、あくまでも資本市場において市場構成員による十分な理解が可能かという観点からの評価が求められる。適格機関投資家のみを対象とするようなスキームの場合には、比較的簡単な評価がなされれば足りるであろう。

おわりに

以上、私見によると集団投資スキームを考えることは、単に当面の問題解決のために頭を絞るといったことではなく、日本の資本市場法制の将来像についてある程度の見通しを持つようとする作業でもある。集団投資スキームの検討を通じて金融サービス法に委ねるべき事柄を明らかにし、そのことを通じて日本の包括的な資本市場法制の姿を構想する、そのために集団投資スキームほど相応しいテーマはない。何もかも急には実現しない。しかし、今回の立法作業は、そうした遠大な構想をも視野に入れながら、後世に耐えうるそして国際的評価に耐えうる、真の「日本版」資本市場規制体系作りへ向けての第一歩であらねばならないと考える。

(以上)

金融サービス法試論

東京大学法学部教授
岩原 紳作

序

我が国においては、急速に金融の在り方が変化しつつあり、銀行預金や銀行の融資を中心とした金融から、市場型金融商品等、新しい金融商品を発展させ、国民の金融資産に対するニーズに応えると共に、企業や産業社会全体への新たな金融の流れを創造していくことが求められている。特に、幅広い国民が安心してアクセスできる投資性ある金融商品として、いわゆる集団投資スキームの発展が望まれている。

ところが我が国の投資商品、金融商品に関する法制は、投資対象毎、個別の金融商品毎の縦割り法制になっていて、新たな金融商品・集団投資スキームの提供が妨げられたり、商品性その他において制約されるということがあったし、一方で法制の備わっていない金融商品・集団投資スキームが存在し、詐欺的取引による被害等を生んで、それが新たな金融商品・集団投資スキームへの信頼を失わせるといった弊害も生じている。その結果、金融商品を取得しようとする国民やそれを提供する業者にとって、金融商品・集団投資スキームに関する法的な地位が不安定であったり、金融商品間にアンバランスがあるといった問題があり、それが金融の発展に歪みをもたらしている（注1）。

そこでこのような問題を解決するためには、全ての金融商品・集団投資スキームをカバーする横断的な法制、即ち金融サービス法や集団投資スキーム一般に関する法制が求められている。本稿においては、そのような法制が最も進んでいるアメリカ・イギリスを主に参考にしつつ、そのような法制のあるべき姿について検討してみたい。

集団投資スキームと金融商品に関する法制の在り方

（1）アメリカ連邦証券諸法における「証券」・「投資契約」の定義

アメリカにおいては、投資性ある金融商品一般に関する投資者保護のための法制として連邦証券諸法がある（注2）。これらの法律は「証券」に適用されるものとされており、「証券」に関しその発行の際やその後の継続的な開示の要求（開示規制）、詐欺的な「証券」の発行や「証券」に関する詐欺的取引の禁止といった「証

券」に関する不公正取引の禁止（不公正取引禁止規制）「証券」に関する業務に従事する者の資格や業務の規制（業者規制）を定めている。「証券」の定義としては、株式、社債といった伝統的な証券が個別列挙されている他に、包括条項として「投資契約」が「証券」に該当するものとされている（注3）。この「投資契約」の定義について連邦最高裁は、Howey テストと呼ばれる考え方を採っている（注4）。即ち、金銭の出資、共同事業（共同事業性）利益が専ら投資家以外の者の努力によって生じる（受動性）という三つの要件を充たせば「投資契約」に該当するということである。

このような「投資契約」が、証券諸法上の「証券」とされ、証券諸法の開示規制、不公正取引禁止規制、業者規制の対象とされているのは、いわゆる「証券」として伝統的に認識されてきた株式、社債等の投資性のある金融商品だけでなく、Howey テストの三つの要件を充たすような契約も、投資性のある契約であって、物の売買等に関する契約とは異なり、「買い主注意せよ」という原則に立つ一般民商法のルールに依るのではなく、「売主も注意せよ」という証券法の原則を導入して、契約者の保護を図る必要性があるためではないかと考えられる（注5）。即ち共同事業性からは、「投資契約」は無形の権利であり複雑な仕組みのため、実際に触れたり試してみたりすることのできる物の売買等とは異なり、その取引を行う投資家にとって、取引対象の理解が困難である。また共同事業であるため、投資家の間に将来にわたって利益相反の問題が生じる恐れがあるが、それを防ぐことが容易ではない。受動性からは、投資家に投資対象の支配・管理がないことから、投資対象の正確な理解が困難であり、管理者による不正行為の可能性もある。ところが共同事業性のために、いわゆる集団行動（collective action）の問題が発生し、個々の契約者が管理者の行為をチェックしたり、管理者や他の契約者との関係で自らの利益を守るように行動することを期待しにくい。このように「投資契約」という包括的な「証券」に関する定義が置かれていることから、アメリカの証券諸法は投資性ある金融商品をほぼカバーするものとなっている。

この「投資契約」の定義は、我が国で言ういわゆる「集団投資スキーム」の定義とほぼ一致するものと考えられる。即ち「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」によれば、「集団投資スキーム」とは、仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネージャー等）が運用・管理する仕組みとされているが、このことは、金銭の出資、共同事業性（投資者の資金をプールすることから）、受動性（専門家への運用・管理の委託）を充たしていることを意味している。即ち、アメリカにおいては、集団投資スキームは「証券」として連邦証券諸法の投資者保護のルールに従うことになる。それに加えて、集団投資スキームに関する固有の法制として、1940年連邦投資会社法がある（注6）。これはいわば「証券」を主たる投資対象とする投資契約を投資会社と定義して、その組織の在り方、資産運用・管理、開示等に関し詳細かつ厳格な規制

を定めた法律である。「証券」以外のものを主たる投資対象とする場合はこの法律によってカバーされないが、この「証券」の定義は他の連邦証券諸法と同じく「投資契約」を含む極めて広いものであるため、実際には、大部分の集団的投資スキーム（「投資契約」）が、投資会社としての規制を受けている。

（２）イギリス金融サービス法における「集団投資スキーム」の定義

イギリスにおいては、殆どの金融サービスをカバーする金融サービス法が制定されている。即ち、非常に幅広い「投資物件」・「投資業」概念を定めて、それらに関し開示規制、行為規制、業者規制を課していることから、投資性ある金融商品は網羅的に金融サービス法によって規制されている（注7）。即ち、投資物件とされているのは、株式、社債、公共債といった伝統的な証券の他に、CP、CD、ワラント、集合投資計画（後述）あらゆる投資物件や通貨・金・パラジウム・プラチナ・銀等に関するオプション、投資目的の先物、差金決済契約、長期（生命）保険契約等であり、投資業とは、これらの投資物件の売買・引受等、その斡旋、他人の投資物件等の管理、投資物件についての助言、集合投資計画の設立・運営・解散をすることであるとされている。更に現在、イギリスにおいて金融サービス法の改正法案として審議の進んでいる金融サービス・マーケット法案においては（注8）、投資物件に先物売買契約一般、保険契約に基づく権利一般、預金、不動産担保貸付等も含まれるものとされており、投資物件が更に幅広いものとされている。投資業もそれに伴って、預金の受入れ、投資物件に係わる指図を与えるためのコンピューター・システムの利用等にも拡大されている。

そして集団投資スキームに関しては、イギリスの金融サービス法は、「集合投資計画（collective investment scheme）」という包括的な概念の下、これまた網羅的な法規制を設けている。このイギリスの「集合投資計画」の定義は、アメリカ証券諸法における投資契約の定義とほぼ一致するものと考えられる。即ち、集合投資計画とは、「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決め」であって、そこから生じる利益をプールして参加者に配分する。当該財産は運営者によって管理され、参加者は当該財産の管理を日々支配できない、とされる（注9）。アメリカの投資契約との違いは、出資が必ずしも金銭に限られないことにある。

イギリスの集合投資計画は、前述したように金融サービス法上の「投資物件」に当たるものとされ、アメリカの投資契約の場合と同様、株式、社債等の伝統的な投資商品と共に開示規制・不公正取引禁止規制・業者規制等の証券法的な規制の対象となる。しかしそれに止まらず、集合投資計画については、スキーム（ユニット・トラスト）そのものへの監督官庁の認可が要求され、管理者と受託者は別個の認可業者でなければならないとか、認可業者でないと集合投資計画への勧誘を行えない等の、仕組み行為、組織、資産の運用・管理、開示等に関する規制が設けられている（注10）。

(3) 「集団投資スキーム」に関するルールの必要

我が国においても、アメリカの投資契約やイギリスの集合投資計画と同様の実質を有する集団投資スキームについては（その場合、出資行為があれば、出資の対象は必ずしも金銭でなくともよいのではないか。従って、イギリスの集合投資計画と同様の定義となろう）当該商品の勧誘や販売等については、証券法的な開示規制、不公正取引禁止規制、業者規制の対象とするとともに、スキームを組織する行為（仕組み行為）組織の在り方、スキームの資産運用・管理等に関し、集団投資スキームに共通するルールを定めるべきではなかろうか。アメリカの投資契約について述べたような集団的投資スキームの特性から、証券法的なルールの対象とする必要があるし、また組織等についても一般民商法のルールだけでは十分ではないと考えられるからである。

従って、集団的投資スキームに関しては、アメリカの投資会社やイギリスの集合投資計画と同様に、他の金融商品（「証券」）と同じく、その勧誘・販売等に関し、金融サービス法による一般的な証券法的なルールに服する他に、仕組み行為、組織、資産の運用・管理、開示等に関し（組織規制、運用・管理規制等）集団的投資スキームに特有のルールに従うこととすべきであろう。なお、アメリカにおいては、証券を主たる投資対象としない投資契約等については、投資会社とされず、連邦投資会社法の適用を受けないが、前述したように実際にはそのような投資契約の例は多くはない。しかもその例である商品ファンドやREIT（不動産投資信託）について言えば、連邦投資会社法の適用を受けないが、証券法や証券取引所法上の「証券」には該当するとされ、証券に関する一般的なルールの適用を受ける。しかも商品ファンドについては商品取引所法、REITについては不動産投資信託法の適用も受け、投資会社法に代わる運用や管理等に関する規制が加えられている（注11）。

(4) 集団投資スキームの対象

このような「集団投資スキーム」の定義からは、証券取引法上の有価証券とされてきた証券投資信託受益証券、証券投資法人の投資証券、SPCの特定社債券や優先出資証券、住宅ローン債権信託受益権は勿論、流通性が限られていることから有価証券とされていなかった商品ファンド、特定債権流動化法上の小口債権、不動産特定共同事業、抵当証券、信託型不動産小口化商品といった所謂「資産金融型」の「証券化関連商品」（アセット・バック証券）も、集団投資スキームに含まれ、証券法的規制の対象とされ、かつ集団投資スキームに固有の組織規制等の対象とされるべきことになる。アメリカの投資契約やイギリスの金融サービス法における投資物件の定義や考え方との比較からは、証券法的な規制の要件として、流通性を要求する必要はないものと考え（注12）。従ってまた、アメリカの投

資契約に関する判例のように、 condominium（我が国のマンション）のレンタルプール等も、多数の投資家から集めた資金をプールし運用して分配することを目的とするものであれば、集団投資スキームに当たると考えるべきであろう（注13）。他方、イギリスの集合投資計画のように、投資対象は問うべきではなく、先物や絵画等である場合もありえよう。投資ビークルも、会社の株式、信託受益権、任意組合や匿名組合の持分権等、法形式を問わないというべきであろう。

なお、集団投資スキームには、証券投資法人やSPCに見られるように、定義から言って、株式、社債といった伝統的な有価証券も含まれる。いずれも投資家が拠出した資金をプールして会社経営者が運用し、その成果を投資家に配分するという仕組みだからである。株式のような業績に連動するタイプの金融商品だけでなく、社債のように所謂元本保証型の金融商品であっても、発行者の倒産リスクを負担しているということからは、集団投資スキームに含めて考えるべきではないか。実際上も、社債といっても、利益参加社債のように業績に連動するリターンを受け取るタイプもあり、他方、株式といっても、優先株式のように一定額のリターンの受取が条件付きで保証されているタイプのものもあり、両者を区別することは困難である。但し、事業会社、銀行、保険会社等については、集団投資スキームに関する組織規制、運用・管理規制等は適用しないものとするべきであろう。事業会社においては、そのような規制を行わなくても、会社法の規制等で足りると考えられるからであり、銀行、保険会社については、銀行法、保険業法によりそれぞれ固有の規制が行われているからである。事業会社とそれ以外を分ける基準としては、アメリカの投資会社法のように、総資産に占める金融目的の投資資産の割合によることが考えられよう。

（5）金融商品の定義と法制

現在から将来にわたるキャッシュフローの交換があり、それに伴ってリスクの移転がある取決めは、それが集団投資スキームのように共同事業性・受動性を必ずしも充たさない場合であっても、将来の不確実かつ抽象的な権利の取引であって、その商品性、そしてリスクの負担の在り方についての理解が容易ではないという点において、集団投資スキーム（投資契約）の取引と共通するところがある。そこでこのような取決めについては、集団投資スキームとともに、一般民商法を超えた説明義務等の私法的なルールを定めたり、開示規制、不公正取引禁止規制、業者規制といった証券法的なルールの対象とすることが適当であろう。そのような取決めの例としては、店頭デリバティブ取引がある。店頭デリバティブは、イギリスにおいては先物契約、オプション契約や差金契約として投資物件とされ、金融サービス法の対象とされていることは先に見たとおりであるし、アメリカにおいては、そのルールの創造を目指した努力がなされている（注14）。そこでこのような取決めを「金融商品」と呼んで、「金融商品」全般を対象とする金融サー

ビス法を制定し、「金融商品」には、開示規制、不公正取引禁止規制、業者規制といった証券法的なルールを適用するとともに、説明義務等、「金融商品」の取引ルールに関する一般的な私法的規定を設けることも検討されるべきであろう（集団投資スキームは「金融商品」概念に含まれることになる）。

具体的には、共同事業性（プーリング）の要素のないオーダー・メードの店頭デリバティブ取引等は、差金契約によりキャッシュ・フローの変換となっている以上、金融商品として、金融サービス法の対象とされる。その場合、原資産自身が金融商品である必要はなく、原資産が物品であるコモディティ・デリバティブ等も、差金決済を伴う以上は金融商品とされるべきであろう。

金融サービス法には金融商品一般に関する勧誘・販売等（勧誘・販売、売買、仲介、引受・売出し等を含む）に係わる一般的な私法的ルールや証券法的ルールが設けられることになる。それ以外にも、資産運用（アセット・マネジメント）、資産管理（カストディ）、助言（アドバイス）等に関し各種の金融商品に共通する一般的な私法的・証券法的規定が設けられることになる。しかし、集団投資スキームについては、それらの一般的な規定だけでは、十分に法律関係を処することができないために、集団投資スキームに特有な仕組み行為や組織、運用・管理に関する規定が、金融サービス法の中に設けられることになる。具体的には、集団投資スキームも商品の勧誘・販売については一般的な金融商品に関するルールに従うこととなるが、集団投資スキームの仕組み行為や組織の在り方については、固有の規定が金融サービス法の中に設けられることになる。運用・管理等については、金融サービスの一般的な規定と集団投資スキームに特有な規定の関係が問題になる。例えば、信託業者による一任された運用と、投資顧問業者による投資一任業務、そして集団投資スキームにおける運用についていかなる形の規定を金融サービス法に設けるべきか、工夫が必要であろう。

なお、集団投資スキームの定義に含まれうるような預金、保険、共済、年金といった金融商品について、銀行法、保険業法、その他の法律により特別の法的手当てがなされている場合に、適用除外を認めるべきかが問題となるが、これらについても原則として金融商品に該当するとしうえで、それぞれの法律による規制から金融サービス法によるルールを不適切乃至不要とする場合に限って、適用除外を認めるべきである。その判断は慎重になされるべきであろう。例えば、預金保険の対象範囲内の預金、保険料に占める危険保険料の割合が一定割合以上であるなど一定の要件を充たした保険、等を適用除外することが考えられる他、これらの法律における規制が実質的に金融サービス法のルールに匹敵する内容を有することになれば、当該法律の規制に委ねることもありえよう。

なお、以上のような集団投資スキームや金融商品の定義を採り、金融サービス法の適用対象を広くとることには、反対も予想される。特に詐欺的な投資物件まで集団投資スキーム乃至金融商品として金融サービス法の適用対象とすることに

は、平成4年の金融制度改革法のとときの幅広い有価証券概念への反発に見られたような反応もありえよう（注15）。しかし、集団投資スキームに対する法制や金融サービス法は、決してそのような詐欺的商品を主たる目的にするものではなく、新たな集団投資スキームや金融商品を幅広く法的ルールの下にカバーできるようにするものである。むしろ詐欺的投資物件と同じように出資法による規制の対象とされ、商品性その他に大きな制約を受けていた新しい健全な集団投資スキームや金融商品を、金融サービス法のルールに乗せることによって、適法な業務行為として出資法による制約から開放する効果を持とう（注16）。

取引ルール

新しい金融の流れに関する懇談会の「論点整理」は、以下のような問題に関し金融商品に関する取引ルールを整備する必要性を指摘している。

情報開示・説明等とリスクの移転

分別管理と破産リスクからの遮断

利益相反行為に関する責任分担

金融サービスの受託者の注意義務

支配・従属、提携関係がある場合の責任分担

これらの問題は、本来は私法上の問題であり、民商法に規定が設けられることが望ましい。しかし現在は民商法における金融サービスに関する法規定は極めて不十分である。民商法の改正が容易でないとすれば、金融サービス法の中に、金融商品の販売に際しての説明義務等、金融サービスの機能別に横断的な形で私法的な規定を設けざるをえないのではないか。

から の問題については、それぞれにつき金融商品一般に関する私法的なルールが考えられるべきであり、ここでそのあるべき内容につき詳論する余裕はない。しかし、金融サービス法の中心的な課題と言える、 の情報開示・説明義務とそれに伴うリスクの移転について若干述べれば、既にこれに関しては、保険業法296条・297条・300条、証券取引法15条2項・3項、商品ファンド法15条～18条、特定債権法56条～58条、不動産特定事業法18条・24条・25条・28条～30条、等の実定法規定が存在することから、そこから金融商品一般に関するルールを抽出する作業がまずなされるべきであろう。同時に、ワラントや変額保険に関する判例等を参考に、各金融商品の特質や取引当事者の性格等を反映できる柔軟なルールとすることが求められよう。また、ルールが守られなかったときの実効的なエンフォースメントの手段も用意されなければならないであろう。

このような金融商品一般に関する私法的なルールの他に、集団投資スキームに関する特別の私法上のルールが必要である。これについては において論じたい。

市場ルール

(1) 開示

我が国における集団投資スキームの開示規制は、現在、証券投資信託、証券投資法人、SPC、住宅ローン債権信託、株式・社債等については、証券取引法によっている。これは、アメリカ証券諸法の開示規制に倣って、公衆縦覧を中心とした体系になっている。発行開示に関しては、有価証券届出書を公衆縦覧に供し、併せて、目論見書を証券取得者に取得せしめることになっている。継続開示については、有価証券報告書等の公衆縦覧のみとなっている。

これに対し、商品ファンド法、特定債権流動化法、不動産特定共同事業法においては、発行開示に当たるものとして、販売契約成立前の概要書面の交付義務、成立時の契約内容書面の交付義務、広告規制等が定められており、継続開示に当たるものとして、運用報告書の交付義務（特定債権流動化法にはない）業務・財産の状況を記載した書類の備え置き及び顧客による閲覧、等を定めている。

この両者の開示体系を融合した金融商品一般に関する開示規制が設けられることが望ましい。開示内容等については、証券取引法上の開示を基本としつつも（資産金融型証券たる証券化関連証券の場合、特定有価証券に関する開示）仕組みに関する開示の強化等を図り、書面の交付義務や広告規制等については、商品ファンド法等の開示規制を取り入れるべきであろう。また、組入資産に変動のない資産流動化型金融商品については、継続開示を軽減する等（特定債権流動化法参照）継続開示の方法等についても見直しが必要であろう。そしてこれらの開示規制は、前述した私法上の開示義務や説明義務と結び付けて機能させられるべきであろう。

(2) 不公正取引の禁止

不公正取引禁止規制についても、金融商品に一般的な規制が設けられることが望ましい。証券取引法の不公正取引禁止規定のなかで、上場又は店頭登録を前提とした規定（証券取引法159条・160条・165条～168条等）は、当然上場又は店頭登録されている証券にのみ適用されるべきであるが、それ以外の一般的な不公正取引禁止規定は、金融商品一般に適用されてもよいものであろう（証券取引法157条・158条・38条・39条等。なお、商品ファンド法22条・23条、特定債権流動化法60条～62条、不動産特定共同事業法20条～23条、保険業法300条・294条等参照）。金融商品一般に関する不公正取引禁止規定及び開示規定が整備され、詐欺的金融商品を幅広くカバーできるものとなって、明確な規定の下、刑事罰も適用されやすいものになれば、出資法の預り金の禁止規定を廃止する途も開けよう。

(3) 価格形成機能

(2)の上場又は店頭登録を前提とした規制と重なる。他に損失補填の禁止(証券取引法42条の2)、吞行為の禁止(同129条)等が価格形成機能に係わる証券取引法の規制と言えよう。市場法的規制の要として、金融サービス法に受け継がれるべきである。

業者ルール

(1) 業者ルールの必要性

規制緩和の動きのなかで、なるべく取引法的ルール或いは市場法的なルールによるべきであって、業者法的アプローチは避けるべきであるという考えが有力であるが、取引法や市場法を充実すべきことは当然であるとしても、業者法的アプローチも必要であろう。効率的・効果的に開示規制や不公正取引禁止規制を実現するためには、金融サービス業者に着眼して一定の業者規制を行うことが効率的だからである。アメリカにおいても、ブローカー、ディーラー、投資会社、投資顧問等について業者規制を行っているし(注17)、ヨーロッパにおいてはより広い業者規制を行っている(注18)。特に我が国においては、司法システムの機能が十分でないことから、行政による業者規制の果たす役割は大きなものがあると言わざるをえない。なお、業者規制が競争制限を目的とすべきでないことは当然であり、参入要件は、業務を遂行するのに必要とされる財務基盤や法遵守能力・意思に関する適格性に限るべきであろう。

(2) 金融サービスの類型

販売・勧誘、 売買(ディーリング)、 仲介(ブローカレッジ)、 引受(アンダーライティング)・売出し(セリング)、 資産運用(アセット・マネジメント)、 資産管理(カストディ)、 助言(アドバイス)、 仕組行為等を、金融サービスの類型として「論点整理」は挙げている((5)参照)。金融商品や投資対象や投資ビークル(投資信託、会社形態、任意組合、匿名組合等)に係わらず、これらの金融サービスの類型毎に、業者の資格や業務方法に関する横断的な業者規制が定められるべきであろう。このような考え方からは、現行法上は特に規制のない、株式・社債の発行会社が自ら株式・社債の募集行為を行うときや投資信託委託会社が自ら受益権の販売を行う直接販売の場合も、販売・勧誘業務の資格を要することになる。

但し、このような横断的な規制とするためには多くの課題がある。例えば、販売・勧誘に当たる役員・使用人・代理店等については、各業法毎に異なる内容の規制がなされ(証券取引法64条以下、保険業法275条以下、商品ファンド法3条以下、特定債権流動化法52条以下、不動産特定共同事業法3条以下等)、そ

の中には他の種類の金融商品を扱う障害となりうるような資格や権限等の違いもある（証券取引法64条・64条の3、保険業法275条・282条・294条・295条）。例えば、不動産を組み込んだファンドの売買・仲介業務を行うためには宅建業者の資格が必要になるのではないかとといったような問題も生じえよう。また、業者としての行為義務についても、各業者に固有の義務であって他の業者には必ずしも適切とは限らないものもある（証券取引法44条、保険業法300条1項5号等）。

しかし、資格等についても、合理性に疑問のあるものは制限を撤廃する等、共通化を図れるものは図る一方、残る差異についてはその下での共存を図る努力がなされるべきであろう（例えば、生保会社が証券の販売も行うのであれば、生保募集人に証券外務員の資格の取得を求め、また逆の要求も行う）。また業者としての行為義務についても、不公正取引禁止義務を具体化したものとして、各業者に共通するものが多く（証券取引法38条・39条・42条・43条、保険業法300条（1項5号を除く）、商品ファンド法23条・24条等）、共通化を図れる場合が多い。どうしても残る合理的な差異についてのみ、各金融商品に固有の行為義務に関する規定を定めることはやむをえないであろう。

集団投資スキームに関する特有の規制・ルール

（1）仕組み行為に関する規制

仕組み行為とは、集団投資スキームのスキームを組成する行為である。例えば、証券投資信託において、委託会社が、受託者との間において信託約款を締結し、信託契約に基づいて成立した受益権を分割するといった行為が、仕組み行為に該当し、免許を受けた委託会社しかなしえないこととされている。商品投資販売業者、小口債権販売業者、不動産特定事業者といった仕組み業者も、いずれも免許又は認可をうけないと仕組み行為をなしえないこととされている。イギリス等においても、集団投資スキーム（投資会社）に関しこのような規制がなされている（注19）。これは、仕組み行為を行う業者の適格性につきチェックすることが、集団投資スキーム全体が適法かつ適切に組織され運営されるようにするうえで効率的な方法だからであると考えられる。そこで集団投資スキーム一般に関し、仕組み行為業者に関する何らかの業者規制を設けるべきであろう。

この他、スキーム（ファンド）自体に認可や登録を求める法制もある。平成10年改正前の証券投資信託法がそうであったし、SPC法や特定債券法等は現在でもそのようなシステムを取っているが、証券投資信託法の平成10年改正は、それまでの個別ファンド毎の信託約款の認可制から届出制に改めた。アメリカの連邦投資会社法もイギリスの金融サービス法もファンド毎の登録又は認可を要求している（注20）。このようなファンド毎の認可制を採るか否かは、ルールを守

らせるに当たって、そのような方法を採用することがルールを守らせファンドの健全性を守る上で有効であるか否かに掛かっていると言えよう。

(2) 組織等に関するルール

このような業者規制の前に、アメリカの連邦投資会社法に見られるコーポレート・ガバナンスに関するルール、利益相反ルール、公認会計士による監査の要求、そしてこれらに係わる開示等、集団投資スキームの組織に係わる取引法的なルールを整備することによって、投資者保護が図られるべきことも当然である。コーポレート・ガバナンスについては、アメリカの連邦投資会社法の管理型投資会社に関するルールのように（注21）、ファンドの運用方針を投資者が株主として株主総会で議決することによって決めるとか、取締役会やそこにおける独立取締役の存在を強制するといった、民商法（会社法）上の組織ルールよりも厳しいルールを設ける（加重する）ことによってこれらの問題に対処する方法もあろう。信託形態等を採用しても、イギリスにおけるユニット・トラストのように、管理者と受託者の分離・独立を要求して（我が国の商品ファンド法のように、運用を投資顧問会社へ一任させ、投資顧問会社を規制するという規制手法もありうる）運用者の権限濫用をチェックといったとも考えられよう（注22）。同様の趣旨から公認会計士監査の要求もなされるべきであろう。また、開示についても、スキームの仕組みに関する詳細な開示や（例えば、サービサー契約等各種の関連する契約の開示や関係者の間の支配関係等の開示）運用方針や運用結果に関する開示等を発展させることによって、集団投資スキームの濫用を防ぐことも必要であろう（注23）。

なお、スキームそのものの倒産や業者の倒産から投資者をなるべく保護するために、集団投資スキームの耐倒産性を高めるべく、取引法的なルールを整備することが考えられよう。例えば、分別管理に関するルールを整備するとか（これは業者規制にも係わる）いわゆる各種のクレジット・エンハンスメント等の手当てを可能にするルールが検討されるべきであろう。その際には、出資法の元本保証の禁止等も問題になろう。

(3) 運用行為に関する規制等

集団投資スキームのなかでも、管理者に投資の運用裁量性があるタイプのもの（いわゆる資産運用型）運用裁量性がなく特定された資産をプールし細分化して証券化したもの（いわゆる資産流動化型）に分けると前者については、特に厳格な利益相反規制が必要である。（2）で論じたように私法的には、イギリスのユニット・トラストにおけるように管理者と受託者の分離・独立を求めたり、アメリカの管理型投資会社におけるような取締役・役員の規制や株主総会による投資方針の決定等を要求すること等が考えられよう。

これに対して業者規制としては、過度にレバレッジの高い運用形態を禁止するとか、余りにも複雑な仕組みを禁止するといったことも考えられないわけではない。また、償還可能なタイプの証券を発行している場合には、償還に応じることができるように、それに応じた規制を行う等のこともありえよう。

その他の課題

以上は、金融商品を取得する投資者を保護するという観点から、集団投資スキームに関する法制や金融サービス法の検討を行ったものである。しかし、金融サービス法の対象として、逆に金融機関から融資を受ける立場にある借り手の保護といった問題等も含める考えも存在しよう。また為替取引や両替取引についても金融サービス法の対象にする考えもありえよう。これまた法制化の必要な重要な課題であるが、金融サービス法という一つの法律の中にそのような性格の異なる規定も取り込むことが妥当かいなが問題となろう。

(以上)

(注 1) このような問題点の詳細については、財団法人企業財務制度研究会編・証券化の理論と実務(平成4年)11頁~29頁〔岩原紳作執筆。以下同様〕(以下、『理論と実務』と略す) 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」ファイナンシャル・レビュー36号(平成7年)147頁・156頁~162頁、岩原紳作「日本型不動産投資ファンドの金融関連法の側面」(不動産シンジケーション協議会・「日本型不動産投資ファンド研究会」報告書(平成9年))45頁~61頁、同「金融サービス法の展望」抵当証券事業17号(平成9年)2頁~25頁、鴻常夫編『商事信託法制』161頁以下・245頁以下・366頁以下(岩原紳作執筆)等参照。

(注 2) アメリカの連邦証券諸法としては、1933年連邦証券法、1934年連邦証券取引所法、1939年連邦信託証書法、1940年連邦投資会社法、同連邦投資顧問法等がある。

(注 3) 15 U. S. C. § 77b(1).

(注 4) SEC v. W. J. Howey Company, 328 U. S. 293, 66 S. Ct. 1100 (1946).

(注 5) 『理論と実務』14頁参照。

(注 6) 但しアメリカにおいては、歴史的に商品取引法制が証券諸法と別に発展したために、商品を投資対象とする投資商品、集団投資スキームは、商品取引法制の対象となっている。また、投資会社の主たる投資対象は「証券」とされることから、「証券」の定義は我が国証券取引法や証券投

資信託法における「有価証券」の定義よりは遙に広いものの、イギリスにおける集合投資計画よりはその投資対象は狭い。

- (注 7) 『理論と実務』99頁以下参照。
- (注 8) Financial Services & Markets Bill (1998) Schedule 2.
- (注 9) Financial Services Act 1986 s.75.
- (注 10) 『理論と実務』105頁以下参照。
- (注 11) 同上418頁以下、7 U. S. C. § §1-26 ; R.S.Janvey , Regulation of the Securities and Commodities Markets (1992) ¶13.02 参照。
- (注 12) 平成4年改正証券取引法が、適用対象を定める「有価証券」の定義の要素として流通性を付加したことの問題点については、『理論と実務』15頁～22頁、特に22頁参照。
- (注 13) Sec. Act Rel. 5347 (Jan.4, 1973), 38 Fed. Reg. 1735 (Jan.18, 1973); Sec. Act Rel. 5382 (April 9, 1973), 38 Fed. Reg. 9587 (April 18, 1973); Hockin v. Dubois, 839 F. 2d 560 (9th Cir. 1988). なお、『理論と実務』96 - 97頁参照。
- (注 14) 例えば、T. A. Tormey, "A Derivatives Dilemma: The Treasury Amendment Controversy and the Regulatory Status of Foreign Currency Options", 65 Fordham L. Rev. 2313 (1997) 参照。
- (注 15) 『理論と実務』16頁参照。
- (注 16) 現在の出資法1条・2条の出資金受入れの制限や預り金の禁止が、新たな金融商品や集団投資スキーム、金融サービスの創造の上で制約になっていることは、広く認められているところである(岩原紳作「銀行の決済機能と為替業務の排他性」鴻常夫先生古希記念・現代企業立法の軌跡と展望(平成7年)529頁・573頁・576頁等参照)。しかし他方、同法のこれらの規定が金融に関する詐欺的取引を防止するうえで大きな役割を果たしている事も、否定できない。そこで出資法を廃止し、それに代わる詐欺的金融取引禁止に関する立法を行うことも考えられるが、それは容易な作業ではない。そこで出資法が存続しても、金融サービス法に従った金融商品や金融サービスについては、出資法上も適法なものとする(出資法2条1項の「他の法律に特別の規定のある者」と扱うことが合理的であろう。
- (注 17) 『理論と実務』82頁以下参照。
- (注 18) 例えば、Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC) ; Council Directive of 10 May 1993 on investment services in the securities field (93/22/EEC)、ドイツ信用制度法1

条1項2文、ドイツ投資会社法51条4項等参照。

(注19) イギリス金融サービス法1条2項・3条、同付属規程1第16条。

(注20) アメリカ連邦投資会社法7条、イギリス金融サービス法76条。

(注21) 落合誠一編・比較投資信託法制研究(平成8年)18頁以下(近藤光男執筆)参照。

(注22) 同上66頁以下(落合誠一執筆)参照。

(注23) 財団法人企業財務制度研究会編・米英における証券化関連商品のディスクロージャー(証券化関連商品開示制度研究委員会報告)(平成3年)120頁以下参照(岩原紳作執筆)参照。

集団投資スキームに関するルールのあり方 ～いわゆる専門家・受託者責任をめぐって～

東京大学教養学部助教授
道垣内 弘人

1. はじめに

(1)流れ懇論点整理 61 頁は、集団投資スキームを、「仕組み行為者(スポンサー)が投資者の資金をプールし、これを専門家(ファンド・マネジャー等)が運用・管理する仕組み」である、と定義している。しかしながら、各種の集団投資スキームのうち、いかなるものにもいかなる責任賦課形態を採用すべきかを検討するためには、まず、専門家・受託者責任を何のために課すのか、どういった特性が専門家・受託者責任の賦課へとつながってくるのかを明らかにしなければならない。そして、専門家・受託者責任は、集団投資スキームについてのみ問題になるわけではないことを考えると、専門家・受託者責任の一般論として説かれるところが、集団投資スキームのいかなる特性を媒介として、そこに当てはまってくるのか、を検討しなければならないのである。

さて、ここまで「専門家・受託者責任」を中黒でつなぐかたちで述べてきた。ところが、流れ懇論点整理をはじめ、これまでの部会・WGの文書においては、専門家(受託者)責任とか、単に受託者責任とか、いろいろな言葉が用いられている。ここで、本稿が、なぜ「専門家・受託者責任」という用語法によるのかは一言説明しておく必要がある。

「専門家責任」の語は、高い報酬を得て、専門家として行動するものは、それだけに高度の注意義務を負い、厳しい責任を負う、という文脈で用いられてきた。これに対し、「受託者責任」の語は、英米法における fiduciary duties に対応するものとして、忠実義務を中心とする責任を指すものとして用いられてきた。しかしながら、これらの用法は必ずしも一致しておらず、「専門家責任」のなかを、「高度注意義務違反型」と「忠実義務違反型」に分ける用法、注意義務・忠実義務の双方を含める概念として「受託者責任」や「信認義務」といった概念を用いるものもある。

しかし、本稿に関連する限りにおいては、少なくとも、注意義務の問題を排除したかたちで、純粹に忠実義務についてのみ論じることが適切でなく、集団投資スキームの関係当事者が負う義務内容が広く問題とされなければならない。そこで、いずれかの定義によることを定めず、集団投資スキームの関係当事者が

負う義務内容を広く意味するために、「専門家・受託者責任」とすることにしたのである。

(2)もつとも、集団投資スキームの関係当事者が負う義務内容は、概念的に、高度な注意義務の問題と、忠実義務との問題に分けることが可能である、ということは、以下の検討においても大きな意味を有する。つまり、高度な注意義務と忠実義務とでは、その課される根拠が異なりうることを意味するからである。

そこで、以下、それぞれの根拠を考え、その根拠、いかなる種類の集団投資スキームに、いかなる範囲で妥当するかを考えてみよう。

2．専門家・受託者責任の根拠と集団投資スキーム

(1)専門家に高度の注意義務が課される理由は、プロだから、ということに尽きる。そして、これがそのまま、集団投資スキームの関係当事者（投資家を除く。）に当てはまることには多言を要しない。

(2)これに対して、忠実義務については英米法に遡って検討する必要がある。英米法において、fiduciary relationship の存在が肯定され、一定の fiduciary duties が課される目的としては、一般に次のように説かれる。すなわち、他人に対して信頼を与える者が、その信頼をもって受託者に給付した物につき十分なガバナンスができないために（とくに集団性が加わる場合には、ガバナンスのコストも問題になる）受託者の故意または懈怠による当該財産の濫用の危険性が高く、さらに、契約ですべてを合意することはコストの面でも難しいので、法定の義務を課す必要がある、というわけである。

このことは、日本法の立法論を考えると、ほぼ同様に当てはまるであろう。しかし、より具体的なイメージを得るためには、ある一定の取引について、なぜそこでは専門家・受託者責任の賦課が問題とならないのか、という逆の面からも考えてみる必要がある。

(3)そこで、まず、金銭消費貸借契約について考えてみよう。貸与金銭の用途の特定などの特殊な事情の一切ない通常金銭消費貸借契約においては、その金銭をいかに利用するかはまったく借り主の自由な裁量に委ねられており、たとえば、ある者が競馬のための資金が必要なために金融業者から金銭を借り受け、それを競馬に費消することはまったくとがめられない。さらには急に心を変えて、競艇に費消してもよい。貸し主は借り主の使用態様について口出しはできず、借り主は期日に一定額を返済する債務を負うのみである。言い換えれば、専門家・受託者責任はこの局面では問題にならない。

それでは、いかなる理由で、この局面では専門家・受託者責任が課されていないのであろうか。

まず考えられるのは、借り入れた金銭の運用がもっぱら借り主のためになされており、貸し主の利益が運用実績に基づいて算定されるものではないことである。つまり、当該金銭の運用実績いかにかわらず、貸し主の権利は一定のものである。これはたしかに運用実績に応じて配当される金融商品とはかなり違う特性のようにも思われる。

しかしながら、固定金利商品にしておけば、顧客は運用に対して何らの利害関係も有しないわけではない。実際、約定固定金利が支払われうるか否かが、運用実績によって大きく左右される場合もある。したがって、通常の金銭消費貸借契約において、借り主に専門家・受託者責任を負わせるべきだと考えられない理由は、たんに固定金利であるということに求めることはできないであろう。むしろ、貸し主が自らが返済を受ける原資として期待しているのは、借り主が借り入れた金銭を運用した結果として得られた利益ではなく、借り主の一般財産全体であること、そして、そのことに合理性があり、かつ、貸し主もそのことを十分に認識していること、が重要であろう。だからこそ、管理・運用の濫用がとがめられず、すでに述べた専門家・受託者責任の賦課の理由が当てはまらないのである。

ここであわてて次のことを付け加えなければならない。「貸し主が自らが返済を受ける原資として期待しているのが、借り主が借り入れた金銭を運用した結果として得られた利益ではなく、借り主の一般財産全体であること」というのは、まったく実質的に判断されるべき事柄であることである。たとえば、SPVが借り主である場合のように、債権者が法形式的には一般財産全体を当てにするかたちになっていても、借り主の一般財産自体が借入金の運用結果を直接に反映する場合には、やはり「貸し主が自らが返済を受ける原資として期待しているのは、借り主が借り入れた金銭を運用した結果として得られた利益である」と考えるべきである。

また、プロジェクト・ファイナンスのように、金銭消費貸借契約の形式をとってしようと、契約上引き当て財産が限定されている場合には、借り主の一般財産全体が引き当てになっているのではないことは当然である。

ポイントは、契約形式そのものには存在しないのであり、実質なのである。

(4)次に、たとえば、友人間でお金を出し合って、投資等を行ったときを考えてみよう。このとき、集団投資スキームに関する法規制、すくなくとも受託者責任の賦課という規律が及ばないのは、おそらく異論のないところであろう。これは、その投資対象の選択、売却等の処分の時期などについて、各投資家が直接のコントロールを行っているという点に特徴があるといえる。つまり、アメリカ証券諸法にいうところの受動性「利益がもっぱら投資家以外のものの努力によって生じ

る)」という特徴、イギリス金融サービス法における「参加者は当該財産の管理を日々支配できない」という特徴が存在しないところがポイントなのである。

したがって、いくら友人間のスキームであると称していても、個々の投資家が投資対象等について直接のコントロール権限を欠き、あるいは、実効的なコントロールが事実上できない仕組みとなっている場合には、集団投資スキームとして資金運用者等に受託者責任を賦課しないという理由は存在しない。また、逆に、スキーム自体としては実効的なコントロールをなし得る形態となっても、投資家自身が自らでのコントロールをしたくないと希望し、その希望をかなえるかたちで引受がなされたと解しうる場合には、やはり専門家・受託者責任を資金運用者等に課さない理由は存しない。

したがって、正確に言えば、投資対象の選択、売却等の処分 of 時期などについて、各投資家が直接のコントロールを行えない仕組みになっているスキーム、および、各投資家が直接のコントロールをしなくてよい(しなくても安心である)として仕組まれているスキームについては、専門家・受託者責任が問題となるというべきであろう。

(5)これまでのWGの検討において、オーダーメイド・タイプの店頭デリバティブ取引が例に出されることがあった。すなわち、集団投資スキームの規律を論じるにあたっては、その金融商品の仕組み性が問題とされるので、オーダーメイドの金融商品は規律の対象外となるというわけである。しかしながら、少なくとも専門家・受託者責任の賦課に関する限り、その理由ははっきりしているわけではない。

まず、オーダーメイドであることは、専門家・受託者責任を排除する理由にならないというべきである。オーダーメイドであっても、すでに述べたような特徴、すなわち、投資家が自らへの配当の原資として期待しているのが、配当義務者の一般財産ではなく、自らが投資した金銭の運用の結果得られた利益であるにもかかわらず、その原資たる財産・利益の管理・運用等に対して各投資家が直接のコントロールを行わないという特徴がある金融商品においては、関係当事者に専門家・受託者責任を賦課すべきである。

これに対して、1対1の取引であるという点はどうか。この点も、専門家・受託者責任を排除する理由とはならないように思われる。しかしながら、複数の投資家からの資金のプールという状況は、様々な局面で、1対1の取引とは異なる具体的義務を生じさせる。本稿は、本WGの守備範囲に応じて1対1の取引を除外して考えるが、そういった守備範囲の問題を抜きにしても、別個に扱うことには相当の理由があるといえよう。

(6)以上見てきたように、専門家・受託者責任賦課のポイントは、投資家が自ら

への配当の原資として期待しているのが、配当義務者の一般財産ではなく、自らが投資した金銭の運用の結果得られた利益であるにもかかわらず、その原資たる財産・利益の管理・運用等に対して各投資家が直接のコントロールを行わない、というところにある。そして、この特性が、当該財産の管理・運用等について高度の義務を管理者・運用者等に課すことによって投資家の不利益を避ける必要性へとつながり、専門家・受託者責任の賦課となっているのである。

そうすると、契約形式において、確定利回りが約されているからといって、当然には専門家・受託者責任を賦課しないということにはつながらない。ポイントは、実質的に判断するとき、配当原資として期待されるものは何か、なのである。また、コントロール権限がいかに形式的に保証されていても、専門家・受託者責任を課さないことにはつながらない。

3．専門家・受託者責任の性格

(1) 専門家・受託者責任については、まず、義務を負う当事者に着目することができる。流れ懇論点整理 61 頁は、集団投資スキームに関連する専門家として、「(a)商品および投資ビークルの仕組みを組成するスポンサー、(b)運用対象の原資産を組成するオリジネーター、(c)持分権や受益権を表す商品を引受けないし販売するアンダーライターないしブローカー、(d)資産の運用指図を行うファンド・マネジャー、(e)運用の助言を行うアドバイザー、(f)資産の管理・回収等を行うトラスティ、カストディアン、サービサー、(g)ファンドの監査を行う会計監査人、(h)保険・年金に関する数理人(アクチュアリー)等が挙げられる」としており、これに、投資家の権利行使につき代表権限を有するトラスティも加えることができよう。

次に、(比較的抽象的なレベルの)義務内容に着目することができる。流れ懇論点整理 40 頁以下は、まず、取引ルールとして、説明義務、分別管理義務、利益相反防止義務、善管注意義務、をあげ、同 51 頁以下は、業者ルールとして、分別管理義務、利益相反防止義務、善管注意義務、をあげている。また、説明義務・適合性原則との関係で、健全な商品を仕組む義務についても語られている(55~56 頁)。

他方、英米法上、fiduciary duties の内容として語られるところは、以上に加え、財産価値保持・適切投資義務、公平義務、計算書類調製義務、自己執行義務、秘密保持義務がある。

(2) しかしながら、新しい金融サービス法制における専門家・受託者責任を考えるにあたっては、以上の義務内容の整理については問題があるように思われる。

まず、善管注意義務についてである。様々な論稿においてしばしば不正確に用

いられているが、善管注意義務という概念は、具体的な職務内容を示すものではなく、職務を遂行するにあたって果たすべき注意義務を示すものである。これに対立ないし類似する概念は、「自己の物と同一の注意義務」というものである。たとえば分別管理義務について考えるとき、善管注意義務は、分別管理義務を果たす際の注意義務基準として機能するのであって、両者は平面を異にするものなのである。

このことは、具体的な義務、たとえば分別管理義務といった義務が観念されない限り、善管注意義務が問題にならないことを意味するわけではない。資金の運用という職務を執行するにあたって、善管注意義務を負うことの結果として、分別管理義務ほかの様々な義務が導き出されるということはある。しかし、善管注意義務が、職務全体に及ぶ注意義務基準だということは押さえておくべきである。

このように考えると、善管注意義務は他の義務と区別して考えるのが妥当であり、並列することはかえって混乱のもとである。また、いやしくも金融サービスを供給する側にかかわるプロの当事者において、善管注意義務をまったく負わないということなどありえない。これを一般的に軽減する特約は一切認めるべきではない。

もっとも、これに対して、善管注意義務という観念から具体的な義務として導き出される義務の内容について、個々具体的にその内容を変容させることはあり得る。たとえば、券面のある証券の購入にあたって、当該券が真正であることを確認する義務を負わない、と約定するような場合である。また、逆に、分別管理義務等の一定の義務について無過失責任を負わせることは可能であるし、分別管理義務違反を善管注意義務の具体化された義務としてとらえ、分別管理義務違反の追及にあたって義務者の善管注意義務違反を責任成立要件とするとしても、その立証責任の転換を定めることはできる。この点は後に論じる。

そこで、以下では、説明義務、分別管理義務、利益相反防止義務、公平義務、自己執行義務、秘密保持義務、財産価値保持・適切投資義務、健全商品仕組義務とに分けて、検討していくことにしたい。

(3)なお、専門家・受託者責任の特徴として、英米法上説かれることの重要な点として、専門家・受託者責任は合意によって発生するものではなく、一定の信認関係があるときに、委託者は一切の証明なしに、受託者がきちんと行動することを信頼する権利を当然に有するのであり、受託者が受託者責任を負うことを当然に主張しうる、ということがある。このような考え方からは、義務の排除は、委託者による権利放棄なのである。このことは、以下に検討していく義務の特約による免除について重要な意味を有する。つまり、ただたんに約定書に異なる規定が書かれており、いちおう説明がなされたというのでは足りないのである。

放棄にあたっては、まず、放棄をする者（＝投資家）は自らの権利の存在を知っておく必要がある。したがって、特約にあたっては、金融サービスを供給する側にかかわる当事者は、投資家に対して、まずデフォルト・ルールを説明し、それとの乖離があることを説明する必要性があり、そのうえでの納得を得なければならないと考えるべきである。

4．説明義務

(1)説明義務については、その他の義務を含め、すべての前提であると考えべきである。正しい情報が投資家に伝わることは、そもそも売買契約その他、金融商品を購入する契約の成否にもかかわる事柄だからである。もっとも、販売時における販売業者の説明義務は、ホールセール・リテールWGの所轄事項であり、ここでは論じない。逆に、本報告では、少なくとも販売時における説明義務は尽くされていることが前提となる。

(2)ところが、複雑な仕組みの施された金融商品については、実は、販売業者の説明義務のみを観念すれば足りるわけではない。たとえば、次のような事例を考えてみよう。スポンサーが仕組んだ金融商品が、いったんアンダーライターを通され、ブローカーにより投資家に販売された。この商品はきわめて複雑なものであり、ブローカーは適切な注意を払っても、その真のリスクにつき理解することができず、結果として、不十分な説明のまま投資家に販売された。こういった事例で、ブローカーに高度な説明義務を課し、その義務違反を理由とする損害賠償義務を負わせることは可能である。しかしながら、パソコンの売買に関して、たとえば、一定の使い方をするとメモリ・トラブルが発生するといった事情の説明義務を小売店にも負わせるとしても、実際の責任がパソコン製造会社にあり、小売店が顧客に対して負う説明義務を尽くさせるために、パソコン製造会社が必要な情報を小売店にきちんと伝えておくべきであったと解されることは当然のように思われる。金融商品についても同じことがいえるのであって、投資家は、ブローカーに対して適切な説明を行わなかったスポンサー、アンダーライターの一方または双方の責任を追及できて然るべきように思われる。

そうだとすると、ここにおいては、金融商品を開発し、投資家へと流していく過程に関与した当事者は、投資家に対して正しい情報を伝えるために、自己の下流にある者に対して、十分な説明を施す義務を観念すべきではないか、と思われる。

もちろん、投資家へと到達する前の過程は、いわゆるプロ対プロの関係であり、投資家に対するよりも説明義務が緩和されても然るべきである。しかし、私の乏しい経験に照らす限りにおいても、現在の日本の金融市場においては、金融市場

関係者であるからといって、自らの扱う金融商品について必ずしも十分な理解をもっていないことがしばしばある。素人保護の話では済まないように思われるのである。

(3)次に、同じく説明義務といっても、投資家に販売された後のアフターサービスの説明義務が語られる際には、必ずしも販売方法の問題に吸収しきれないものが残されている。この点では、いったん販売したら、ずっと義務が継続するというのは重きにすぎる、との懸念があろう。しかし、感情的に反発するのではなく、そのような説明義務が観念される理由に遡って、あるべき法制度を考えてみるべきである。

しかるに、その理由とは、結局、購入後の経済一般やオリジネーターの財務状況の変動につき、正確な情報を得がたい立場にある投資家に正確な情報を得させ、十分な情報のもとで妥当な投資判断を下しうるようにすることであろう。そうすると、多くの金融商品を様々な投資家に売却している販売業者（たとえば証券会社）等にアフターサービスの説明義務を負わせることによるのが唯一の解決方法ではないことがわかる。少なくとも、継続的に監視し、適時の判断を投資家自身が下さなければならないような商品については、投資家が継続的に必要な情報を取得し続けることができるように商品を仕組む義務をスポンサーに負わせることが妥当なように思われる。

この義務は、健全な商品を仕組むという義務の一環だと考えられるべきであり、アドバイザーとしての引受があって初めて生じる義務ではない。アドバイザーが、適切な情報を投資家に取得させる義務を負うのは、まさにその引き受け内容そのものなのであり、そこではただ善管注意義務を観念すれば足りる。もっとも、アドバイザーを組み込むことによってスポンサーはこの義務を履行したことになり、あとはアドバイザーの義務の問題として考えればよい。

さらに、いくつかの注意点がある。

まず、この義務は、ファンド・マネジャー等の負う計算書類調製義務に吸収することはできない。純粋な数値をいくら並べても、この義務を尽くすことはできず、その数値の説明が必要なのである。とくにファンド・マネジャーは、投資の引き上げに対して相反する利益を有しており、継続的情報提供義務を負わせるのに適した当事者ではない。もっとも、生命保険のように、ファンド・マネジャーでもある保険会社によって、伝統的にアフターサービスが施されてきた金融商品も存在する。したがって、ファンド・マネジャーとの分離を強行法規とまでする必要はないと思われるが、やはりデフォルト・ルールとの乖離とのかたちで十分に説明されてはじめて、両者がかねることが可能だと考えるべきであろう。

次に、継続的情報提供義務を負う主体を組み込む必要のない金融商品も存在するであろう。しかし、この場合も、きちんとした説明により継続的情報提供義務

が課される必要のないタイプの商品であることが説明され、投資家の納得があつてはじめて当該義務の免除が可能だと考えるべきであろう。然るべき時点での脱退は投資家の権利だとも評しうるのである。

5．分別管理義務

(1)分別管理義務の意義は次の2点にある。1つは、しばしば指摘されているように、管理者の倒産から隔離するためであるが、もう1つも重要である。すなわち、いわゆる忠実義務違反を防止するという意義である。この2つのうち、いずれを重んじるかによって議論は異なりうる。たとえば、前者の目的については、支払能力について規制を課したり、広い意味での保険制度を完備することによって充足可能であるが、後者の目的は達成できないといった違いが出てくるわけである。

(2)倒産隔離のための分別管理義務は、まさに、「投資家が自らへの配当の原資として期待しているのが、配当義務者の一般財産ではなく、自らが投資した金銭の運用の結果得られた利益である」という点に求められる。すでに指摘したように、この点では実質が問題である。たとえば、これまで顧客から預かった金銭を一般勘定に組み入れて運用していたからといって、その一般勘定を形成する金銭の多くが顧客からの預り金である場合には、実質的には、「投資家が自らへの配当の原資として期待しているのが、配当義務者の一般財産ではなく、自らが投資した金銭の運用の結果得られた利益である」場合であるといえ、やはり分別管理義務が課されるべきであるといえる。

また、倒産隔離機能だけからいえば、支払能力規制や保険制度（セイフティネットを含む）の完備により代替できるのではないかと問題となる。この点は、一見肯定してもよさそうだが、忠実義務違反の防止機能は果たし得ないことにまず注意する必要がある。さらに、そもそも、忠実義務を負っている限りにおいては、分別管理義務を課されても、資産運用者には不利益はないはずである。したがって、代替は一般には認められないと考えるべきであろう。

(3)もっとも、分別管理義務については、具体的にいかなる形態で保管をすれば、この義務が果たされたことになるのか、必ずしも十分に論じられていない憾みがある。この点は、各業態および目的物の特殊性に応じて、なるべく義務内容を具体化すべきであろう。たとえば、金銭については別口座にする、有価証券・国債等については、振替決済制度内における別勘定に入れる、などいろいろな方法が考えられるが、いずれにせよ、具体的な方法について定めることが必要であろう。

なお、以上の点に関し、カストディアンの設置を強制するか、も問題になる。

資産管理者が他の財産も保有しているからこそ分別管理が必要になるのであり、資産運用者等が資産管理者をかねているからこそ忠実義務違反が生じやすくなり、その防止のため分別管理を行わせる必要が生じるのである。そこで、資産の管理はまったくその特別目的のために設立された別法人に行わせるということが考えられてくる。カストディアンに一定の監視義務を負わせれば、忠実義務違反の防止にもつながる。

しかし、カストディアンの設置を強制するのは行き過ぎであろう。カストディアンを設置しても、カストディアンがファンド・マネジャーの影響下・支配下にある場合には、十分に監視機能を発揮させることはできない。それよりも、分別管理義務をしっかりと遵守させる方が有効であろう。

また、法人というスキームそのものの特性により分別管理が行われうることもある。SPVという発想はまさにそうである。しかしながら、この例外をあえて法制度上明確に規定する必要はない。なぜならば、SPVはまさに分別管理義務を尽くしているのであり、義務が規定されたからといって別に不都合が生じるわけではないからである。

6．利益相反防止義務

(1)利益相反防止義務は、具体的には、関係当事者ごとに様々な形態をとってあらわれる。したがって、当事者の種類ごとに分けて考える必要がある。

(2)第1に、「商品および投資ビークルの仕組みを組成するスポンサー」についてである。スポンサーについても、たとえば、商品設計そのものが、自らの間接的な秘匿利益を目的とする場合もありえないではない。スキームの設計上、スポンサーの所有している株式が積極的に購入されるように仕組みられているとすれば問題である。これは禁止されるべき事柄であろう。ねずみ講において、自らが高位の会員となるように仕組むようなものである。

そして、一般的に見ても、仕組み組成者が、本当に合理的なスキームを設計したのか否かは、投資家として気になるころではある。これらの行為は禁止されるべきであるし、また、仕組み組成者が一定の利害関係を持ちうる場合には、販売において開示がなされるようにすべきであろう。たとえば、株式を購入する投資ビークルを組成するスポンサーは、自らが株式投資をしている限り、そのことを明示すべきである。そして、このとき、開示したからといって、何でも許されるわけではない。仕組み自体の設計に合理性が欠けているときには、後に論じる「健全商品仕組義務違反」になりうる。

また、当該金融商品自体の自己取引については、Buy-backのみが許されると解すべきであろう。

(3)第2に、「運用対象の原資産を組成するオリジネーター」についてはどうか。まず、仕組み行為時には利益相反防止義務を課することはできない。たとえば、自らが有する債権のうち、リスクの高い債権だけを原資産として証券化することも、不良債権処理の1つの方法として十分にあり得ることであり、これ自体は禁止されるべきものではないからである。

しかしながら、その後、オリジネーターは、原資産のその後の価格変動等に対して内部的な情報を得やすい立場にある。これを利用して、自分が原資産を提供したうちで、優良な金融商品を購入し、不良な金融商品を売却することがあれば、市場の信頼は得られない。もっとも、商品設計の段階でたとえば劣後債部分をオリジネーターが買い戻すということはあるし、いったんはオリジネーターがすべてを引き受け、それを流通させるという仕組みをとることもあり得る。したがって、オリジネーターは、流通市場では、自分がオリジネーターであるところの金融商品を購入できないと考えるべきであろう。

また、自己の売却した将来債権の増加を抑制し、売却していない債権を増加させるような行為は、まさに利益相反行為として許されないというべきである。たとえば、クレジット会社の顧客に対する将来債権をSPVに譲渡し、小口証券化するといったスキームにおいては、このような行為の危険性がある。同時に、この危険性は重要な情報として説明義務の対象となると考えるべきである。

しかしながら、以上で問題となる利益相反行為については、類型的には通常の営業行為に他ならないことも多く、結局、一定の意図を有する行為を禁止するほかはあるまい。ただし、結果として利益相反行為に該当した場合には、一定の意図がないことの立証責任がオリジネーターにあると解すべきである。投資家の側でオリジネーターの意図を立証することは不可能に近いからである。

(4)第3に、「持分権や受益権を表す商品を引受けないし販売するアンダーライターないしブローカー」についてはどうか。これらの者についての利益相反行為防止義務は販売の段階から問題となる。ある証券会社が、自らが株式を保有している会社の社債を販売することを禁じることは難しい。しかしながら、きちんとした開示はなされるべきであり、その前提として、販売時の利益相反防止義務を明確に課すべきである。

販売後も、ブローカーが自らの取引によって、すでに販売した金融商品の実勢価格に影響を与えることは好ましくない。まったく取引をするなどというのはもちろん困難であり、妥当ではないが、開示はなされるべきであるし(公衆縦覧方式によることで可能であろうが、その限りではアフター・サービスの義務を課されることになる)一定の意図を持った取引は強行法規によって禁止されるべきである。

(5)第4に、「資産の運用指図を行うファンド・マネジャー」、および、「運用の助言を行うアドバイザー」については、最も厳格な利益相反防止義務が課されるべきである。具体的には、自己取引は全面的に禁止され、ファンド・マネジャーおよびアドバイザーが自己勘定において、自らが運用指図・助言を行っている金融商品を取得することは認められないというべきである。また、第三者の利益を図る目的の行為も当然に禁じられる。これらの点は、市場の信頼性の基礎であり、強行法規とすべきである。

困難な問題を引き起こすのは、当該金融商品そのものの取得ではなく、当該金融商品が投資対象とする物件の取得である。

まず、顧客のために取得した情報を、自らの固有勘定の投資に活用することが認められるかが問題となる。たとえば、顧客の費用で情報を収集したり、顧客の勘定による取引額が大きいために証券会社等から特別な情報を得たりしたときがこれにあたる。また、顧客の取引額が大きいとき、その顧客の勘定である株式を購入すること自体が、市場に影響を与えることがあり得るが、このことを自らの勘定で行う投資判断の基礎とできるか、も問題となる。また、情報取得自体は自力で行ったとしても、たとえば、価格下落の情報をつかんだとき、顧客勘定のものよりも自己勘定のものの方を優先して売却したり、逆に、価格上昇の情報をつかんだとき、自己勘定を優先して購入することもあり得る。さらに、最も悪質には、顧客勘定で購入することにより値をつり上げて、自己勘定の資産を売却するという危険性もある。

これらについては、典型的に禁止することは難しい。顧客勘定に影響を与える可能性のある取引の開示義務を課すとともに（公衆縦覧方式によることで可能であろうが、その限りではアフター・サービスの義務を課されることになる）投資家の損害のもと、自己または第三者に利益を得させる意図等、一定の意図を持った取引を強行法規によって禁止するほかはあるまい。また、顧客の費用ないし顧客のおかげによって収集した情報に基づく投資については、その利益を顧客に帰し得ないこと（たとえば定められた投資物件の範囲外のものとき）または、顧客の利益を損なっていないこと（たとえば顧客勘定の取引を優先したこと）の立証がない限り、顧客のために行った取引とみなし、その利益を吐き出させることが考えられるべきである。

(6)第5に、「資産の管理・回収等を行うトラスティー、カストディアン、サービサー」については、管理者と回収等の任務を負う者とに分けて考えなければならない。

管理者については、基本的には分別管理義務を課していれば、利益相反行為の禁止はなされなくてもよいはずである。しかしながら、システム上、どうしても

内部情報が入りやすい立場にあり、管理者の行動に不信感を引き起こさないことは、市場の信頼を獲得するためにも重要であろう。したがって、投資家の損害のもと、自己または第三者に利益を得させる意図を持った行為は禁止する必要があるように思われる。

回収等の任務を負う者については、利益相反行為の危険性が高い。たとえば、自分自身も債権を有する相手から、債権を回収した際、自らの有する債権に充当するか、自らが回収義務者であるところの債権に回収するか、という問題である。これについては、債務者の立場も考慮しなければならないが、社債管理会社に関する損害賠償責任の特則（商法 311 条の 2 第 2 項）を参考にした条文を置くべきであろう。これに対して、通常の回収行為の懈怠については、善管注意義務の問題と考えれば足りる。自らが将来債権を有する支払義務者に対して、将来の倒産を回避するために、投資家のための回収を怠るということも考えられるが、これも利益相反行為の問題と考える必要はないだろう。

(7)なお、「ファンドの投資家の損害のもと、自己または第三者に利益を得させる意図」監査を行う会計監査人、「保険・年金に関する数理人(アクチュアリー)」についても、投資家の損害のもと、自己または第三者に利益を得させる意図を持った行為は禁止する必要がある。

(8)最後に、「投資家の権利行使につき代表権限を有するトラスティー」については、厳格な利益相反行為防止義務を課すべきである。たとえば、トラスティーが、代表義務を負う金融商品の支払義務者に対して、トラスティー自身が債権を取得することは避けなければならない、仮にそのような事態が生じたときには、代表権限の行使を優先しなければならない。

7. 公平義務

(1)公平義務は、自らが義務を負う相手が複数になる場合に生じる。

とくに、ファンド・マネジャー、アドバイザーは、一方を有利に扱い、他方を不利に扱ってはならない。矛盾行為をとってはならないのである。たとえば、価格下落の情報をつかんだとき、顧客 A の勘定のものよりも顧客 B の勘定のものの方を優先して売却したり、逆に、価格上昇の情報をつかんだとき、顧客 B の勘定を優先して購入すること、さらに、最も悪質には、顧客 A の勘定で購入することにより値をつり上げて、顧客 B の勘定の資産を売却すること、これらはすべて公平義務違反である。特約をもっても排除し得ない義務だと考えるべきである。

なお、利益相反義務は、自己または第三者の利益を図ってはならない義務であるが、そこにいう「第三者」は、自らが本来は義務を負わないものだと考えるべ

きであり、権利者相互間の問題は公平義務の問題として整理すべきであろう。

(2)ところが、難しい問題が生じるときもある。利益相反防止義務の検討の際に、ある投資家の負担において取得された情報を、自己の利益のために用いることの問題点を指摘したが、それでは他の投資家の利益のために用いることができるか、である。用いえないとすれば単純なようだが、そうすると、両者間の投資判断に矛盾が生じることになり、かえって公平義務違反になりそうである。また、有している情報に基づいて最適な判断をしない(できない)ということになれば、投資義務を果たしているのかも問題となる。さらに、あるファンドのための投資内容を前提としながら、他方の投資内容を決定してよいかも疑問である。

これらについては、情報の共通性を正面から認めざるを得ないのではないかとと思われるが、さらに検討の必要がある。

(3)回収義務者が複数の回収義務を同一債務者に対して負う際には、意図的な充当操作を行ってはならず、民法の規定に従わなければならないと考えられる。もっとも、この点では、債務者による指定があったときが問題となるし、さらに指定がないとき本当に民法の弁済充当の規定通りに処理することでよいか、という問題が生じる。

投資家AとBとが債務者Sに対してそれぞれ1億円の債権を有し、ともに回収義務者Cが実際の回収にあたっているとす。このとき、SがAに対する弁済だと指定して1億円を支払ったとき、Aだけが債権を全額回収できることになる。しかし、これがA、B間の公平に反しないか。また、民法の法定充当の規定によるとき、弁済期の先後、担保の有無等の基準により、一方のみの債権に充当されることもあり得る。これもまた、A、B間の公平に反しないか。

公平に反すると考えるとき、まず、SとA、Bとの間の関係と、AとBとの間の関係とを区別するという方法が考えられる。まず、Cが回収した1億円はAとBとの間で平等に分配される。しかし、SはAに対する債務につき完全に免責され、Bに対する1億円の債務のみが残っている状態になる。次にCがBの債権1億円を回収したときには、これもまたAとBとの間で平等に分配される。こういった処理によってAとBとの平等を保とうとするわけである。

ところが、最初の1億円を回収した後にCが倒産し、回収能力を失ったときは少し面倒である。Sに対して請求できるのはBのみなのに対し、Bはすでに5000万円を回収しているからである。もちろん、AがBに対し5000万円の第三者弁済を行ったと構成することもできる。そうすれば、Cに対してAも5000万円の請求ができる。しかし、代位に関連して、とくに担保関係で複雑な問題が生じそうである。

また、Cに対して請求できるのはBのみであるが、Bが回収した額はAとBと

の間で平等に分配される（Bにそういった義務を負わせる）と考えることもできる。しかし、Bが倒産したときを考えると、AのBに対する分配請求権は一般債権にすぎないから、全額の回収は不能となる。

以上のように、いまだ詰めなければならない問題は残っているが、方向としては、AとBとは平等額が回収できるようにすべきであろう。

8．計算書類調製義務

(1)もちろん、これには閲覧に供する義務を含む。とりわけ、ファンド・マネジャー、トラスティーが問題になるが、これ以外の当事者にも、投資家に対して計算書類調製義務を負う主体に対して、必要な情報を適宜供給する義務を負わせるべきである。なお、これらの義務を全面的に排除することは許されないと考えるべきである。

もっとも、具体的な閲覧方法をいかにするかには問題がある。実際、たとえば投資信託において、個々の投資家の随時の問い合わせに対して、大量の書類を用意して説明にあたらなければならないとすると、負担があまりに大きいといえよう。これについては実費を徴収する等の方策に寄るべきであって、基本的には権利制限を考えるべきではない。また、投資対象のうち主要10銘柄を明らかにするのは足りない。

(2)また、「投資家の権利行使につき代表権限を有するトラスティー」が置かれているときには、これに対しては随時完全な情報を開示しなければならないが、個々の投資家はトラスティーに対してのみ随時の請求ができ、ファンド・マネジャー等への直接の請求権は失うとすることもできよう。さらに、閲覧は営業時間に限る、更新は1週間に1度でよい等は考えられる。これらは、きちんとした説明のもとでの特約によるべきものである。

9．自己執行義務

(1)それぞれの当事者は自己執行義務を負う。これは強行法規とする必要はない。

(2)しかし、その変更によって、忠実義務違反等を誘発しやすくする場合、たとえば資産管理者が資産運用者に管理を委ねるなどについては、変更合理性がなく、無効であると考えられるべきである。そもそも、自己執行義務を尽くさず、他の当事者に権利行使を委ねるならば、最初からそういったスキームとして組み立てるべきなのである。

10．秘密保持義務

(1)それぞれの当事者は秘密保持義務を負う。これは強行法規と考えるべきであるが、問題は別のところにありそうである。

(2)たとえば、オリジネーターが自己の債権の一部をSPVに売却し、小口化された証券を発行することによって資金調達を図ろうとする。このとき、オリジネーターは、譲渡債権についてなるべく多くの情報を投資家に提供し、証券の健全性等につき投資家が判断できるようにしなければならない。ところが、他方で、自分が債権を有する相手方に対して、一定の守秘義務を負う。サラ金の貸金債権を証券化するとき、個々の顧客の情報を投資家に明らかにしてはならないことは、顧客に対して負う守秘義務の観点から当然であろう。すなわち、説明義務と守秘義務との衝突が生じるのである。

この点では、個々の顧客についての情報を提供してはならないこと、提供しなくても説明義務違反に問われないことを明示することが必要である。

11．財産価値保持・適切投資義務

金融投資商品において、ファンド・マネジャー等が投資物件の価値を保持し、また、適切な投資を行うべきことは当然のことであり、問題はそこにおける注意義務だけのように思われる。しかしながら、ファンド・マネジャーに限らず、アドバイザー、投資家の権利行使につき代表権限を有するトラスティーなど、一定の裁量権限を有する者について、それらの者の完全な裁量権を認め、一切の責任を追及されない旨の定めを行う例も散見される現在、あえて財産価値保持・適切投資義務を定め、それに反する特約を認めないとする価値は存在するように思われる。

12．健全商品仕組義務

これは、スポンサーの義務であるが、結局、ここまで述べてきたような義務を各当事者が履行しやすいようにしておくということであろう。この具体的内容は、規定しにくい。

13．責任分担：対外関係と対内関係

(1)以上の義務はすべて投資家に対する義務と考えるべきであり、違反があれば、投資家は直接に違反者に対して責任を追及できる。立証責任については少しす

に述べたが、基本的には、投資家は義務違反の事実のみを証明すればよいと考えるべきである。これを超えて無過失責任とする必要はないと思われる。義務違反の外形にもかかわらず、それが致し方がなかったという証明を関係者側が行えた場合に、あえて損害賠償義務を負わせるのは極端な解決のように思われる。

問題は損害額の立証である。これを厳格に要求すると、以上の義務賦課は骨抜きとなる。類似するスキームの運用実績を根拠にして、その差額の支払を請求すれば、義務違反者の側で実際の損害額がより小さいことを反証しなければならないと考えるべきである。

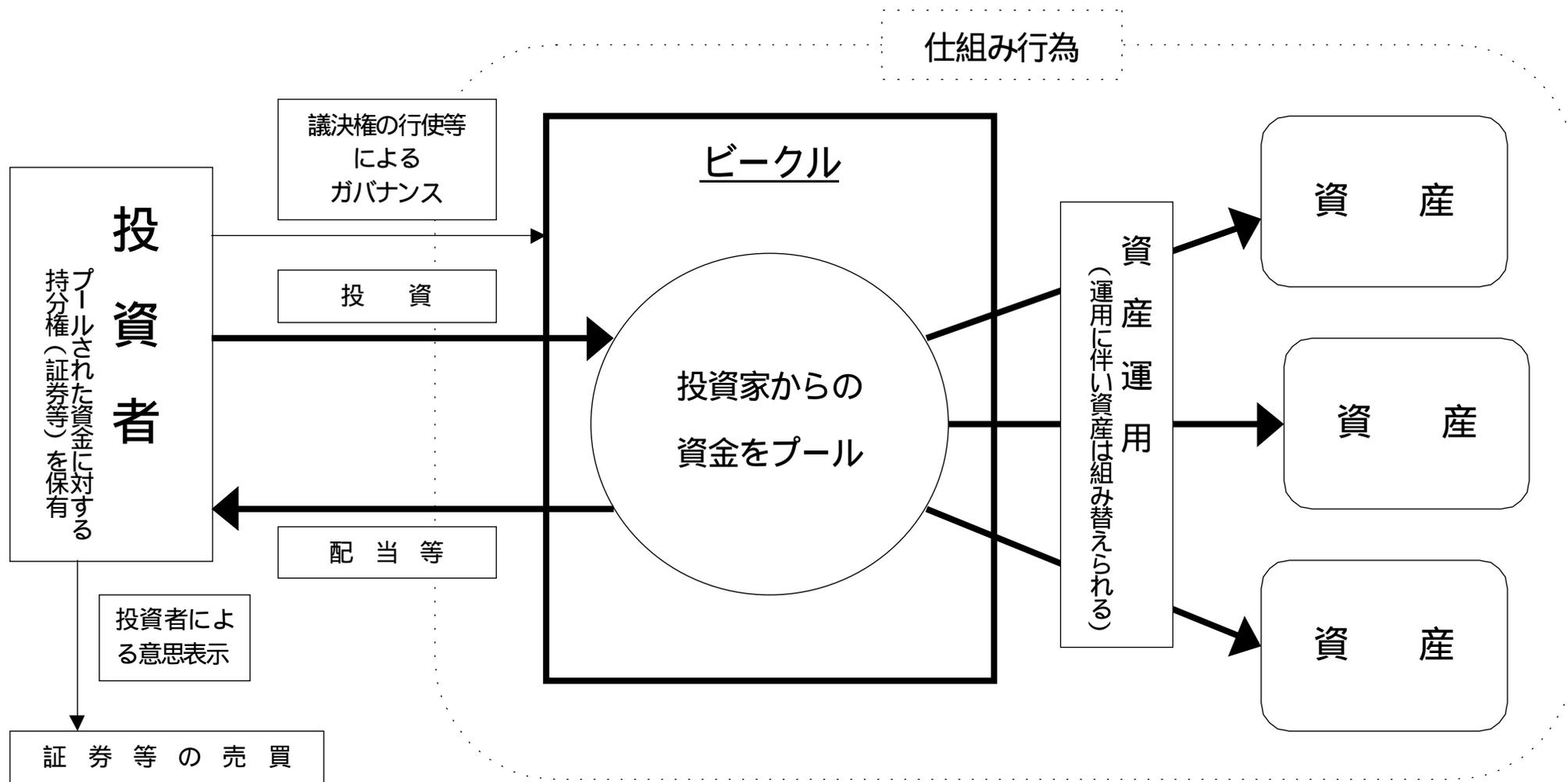
以上については、証券取引法 17 条以下に類似した規定を用意すべきである。

問題となるは、いわゆる利益の吐き出しである。すでに述べたように、顧客の費用ないし顧客のおかげによって収集した情報に基づく投資については、その利益を顧客に帰し得ないこと(たとえば定められた投資物件の範囲外のものとき。もっとも顧客は情報の利用について不当利得返還請求権は有するだろう)または、顧客の利益を損なっていないこと(たとえば顧客勘定の取引を優先したこと)の立証ができない限り、ファンド・マネージャー、アドバイザーは、当該取引を顧客のために行った取引でないと主張することはできないとすべきであり、その結果、利益が生じたときには、その利益は顧客に帰せしめるべきである。しかし、こういった特定の場合を超えて、より一般的に利益の吐き出しが規定できるかといえは、少しく難しいように思われる。

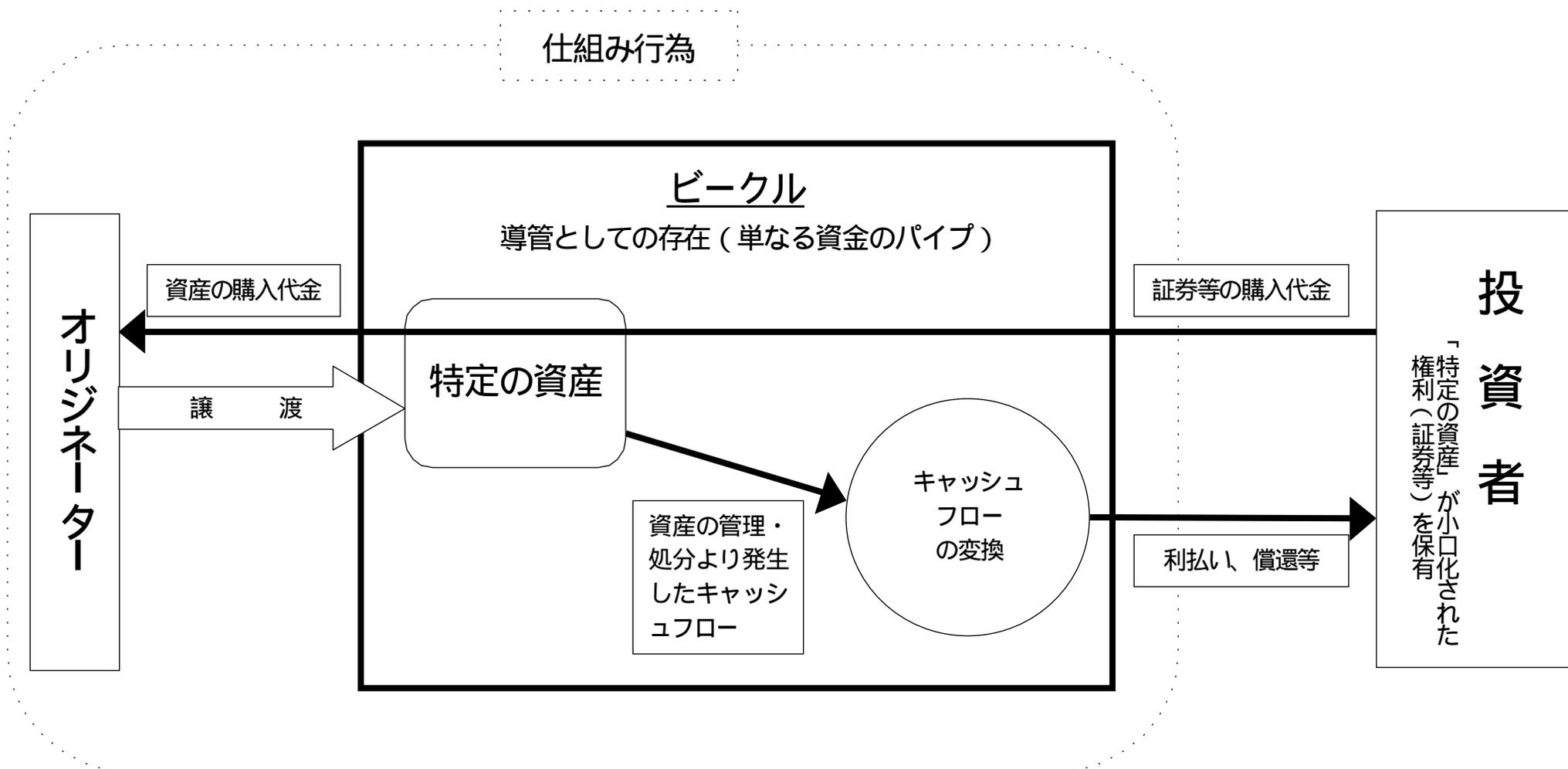
(2)これに対して、各当事者間の内部的負担割合は、まったく契約の問題として考えれば足りよう。

(以 上)

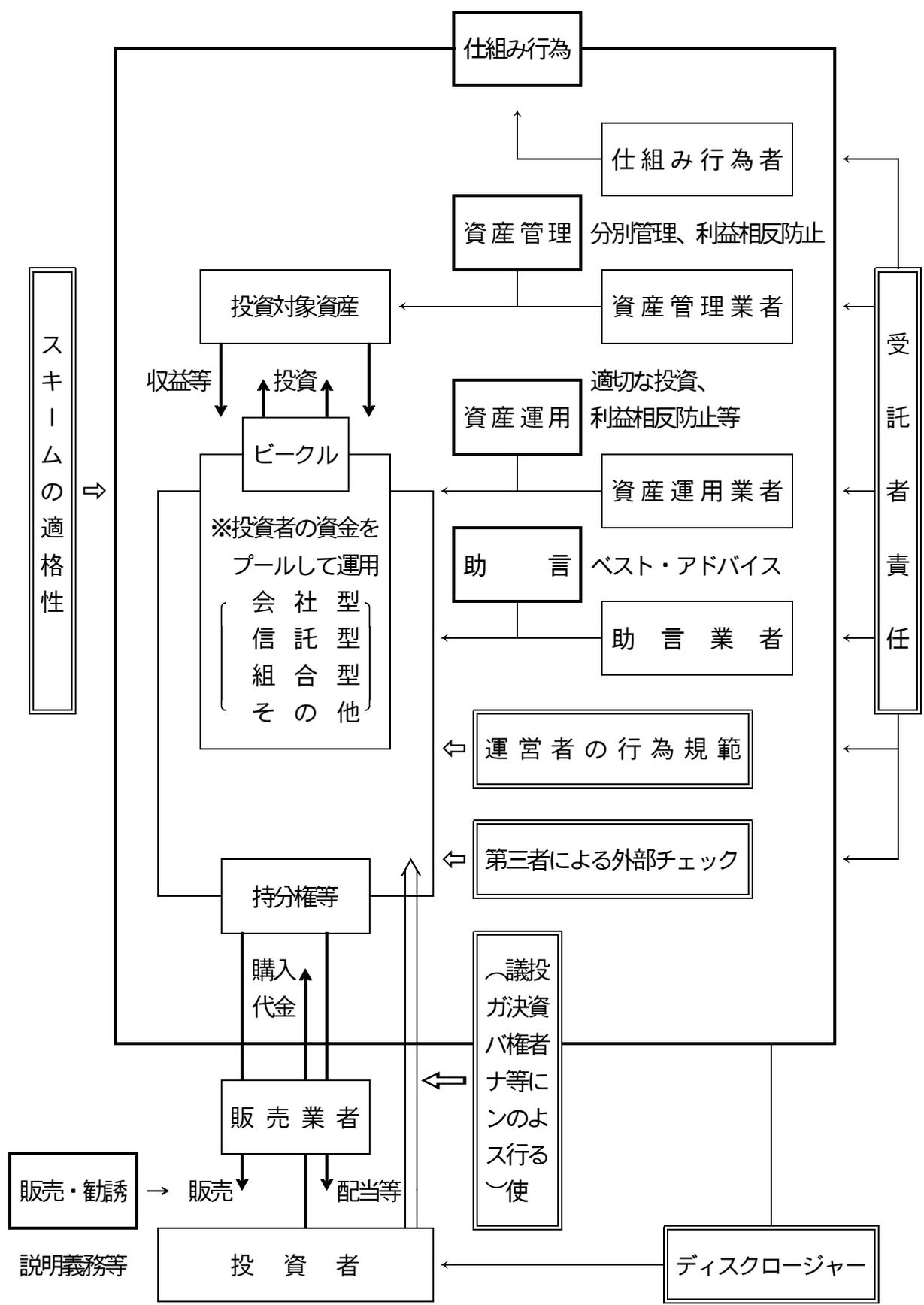
資産運用型：投資者の資金をプールして資産に投資し、その資産が生み出すキャッシュフローを投資者に分配する仕組み



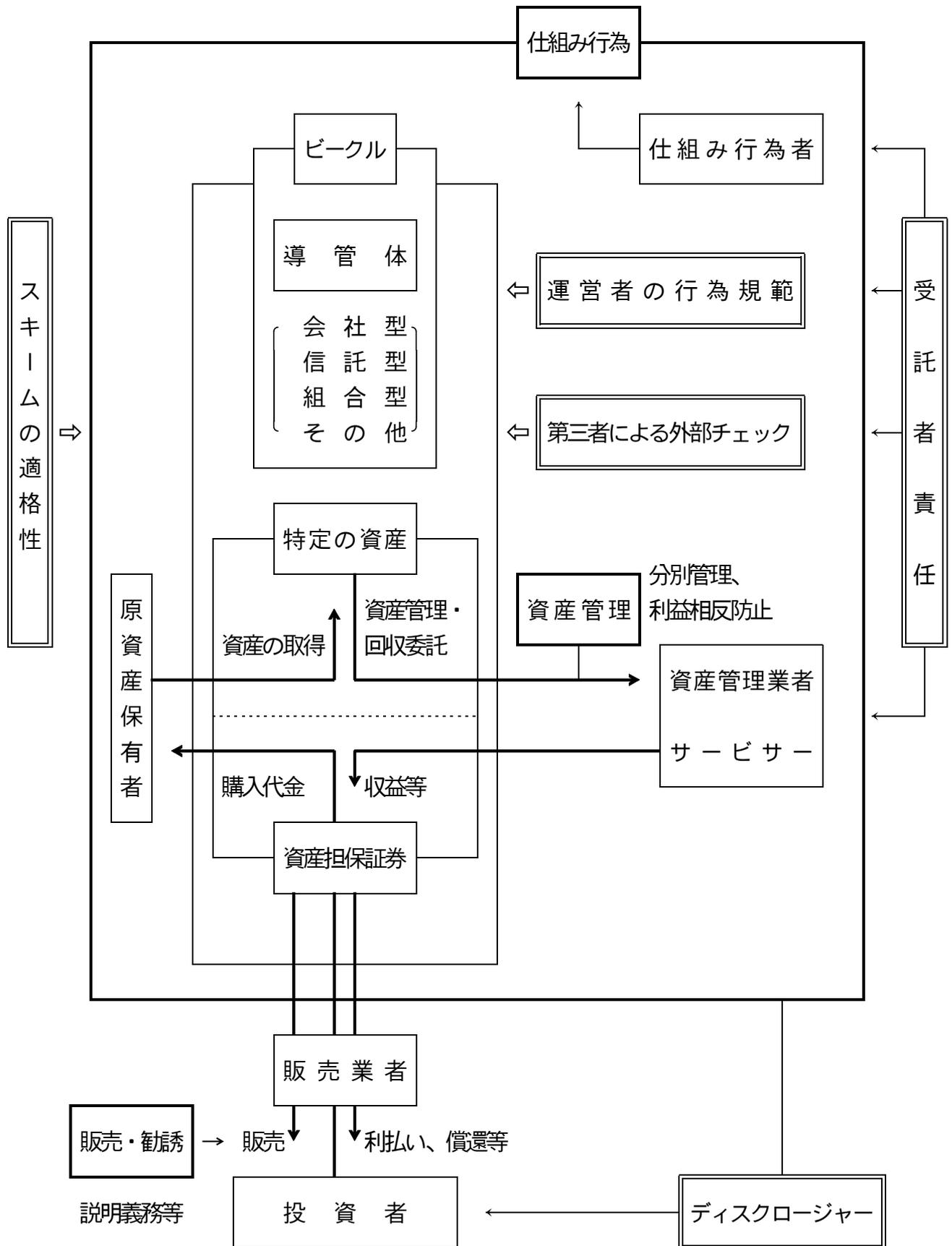
資産流動化型：特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、投資者に証券等を販売することにより
資金調達を行う仕組み



○ 資産運用型 → 投資者の資金をプールして各種の資産に投資・運用することにより得られたキャッシュフローを投資者に配分する仕組み



○ 資産流動化型 → 特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組み



集 団 投 資 ス キ ー ム の 定 義

. 英国 1986年金融サービス法

「集合投資計画 (collective investment scheme)」とは、通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決めで、その目的または効力が取決めの参加者に (財産の全部またはその一部の所有者となるか否かを問わず) 財産の取得、保有、管理もしくは処分によって生ずる利益もしくは所得またはその利益もしくは所得から支払われる金銭に参加し、またはそれらを受け取ることを可能にするもの。

なお、取決めは、参加者が協議を受けまたは指示を与える権利を有するか否かを問わず、当該財産の管理を日々支配しないものであって、以下の特質のいずれか、またはその両者を有するものでなければならない

(a) 参加者の出資金及び参加者に対して支払われることとなる利益又は所得が共同計算 (pool) されること。

(b) 当該財産が、分割されずに、計画の運営者 (operator) により、または運営者の意向に則して管理されること。

(注) 適用除外として、保険契約、職域年金計画、クローズド・エンドの投資会社 (インベストメント・トラスト) 等が限定列挙されている。

. 英国 1998年金融サービス・マーケット法案

[定義については、同上]

(注) 大蔵省は命令により、当該取決めが集合投資計画とはならない旨を規定することができるものとされている。

. 米国 1933証券法

「投資契約 (investment contract) の意義について、SEC. v. W.J.Howey Company についての連邦最高裁判所の判決は、「ある者がその資金を共同事業 (common enterprise) に投資し、専ら (solely) その推進者又は第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引又は仕組みを意味する」としている。

集団投資スキームにおけるビークルについて

	証券投資信託及び 証券投資法人に関する法律	商品ファンド法	不動産特定共同事業法	特 債 法	S P C 法
	証券投資信託	商品ファンド	不動産共同事業	特定債権等の流動化	特定資産の流動化
会 社 型	証券投資法人			譲渡方式 資産担保型証券方式	特定目的会社（SPC）
信 託 型	証券投資信託（契約型）	信託形態		信託方式	
組 合 型		匿名組合形態 任意組合形態 パートナーシップ形態 その他海外における類似の 形態	任意組合 匿名組合	組合方式 （匿名組合、任意組合）	
そ の 他			賃貸（不動産会社）	資産担保型証券方式	

我が国における集団投資スキームの「器」の機能の比較

未定稿

		任意組合	投資事業有限責任組合	匿名組合	信託	証券投資法人	特定目的会社
組織形態	根拠法規	民法	中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律	商法	信託法	証券投資信託及び証券投資法人に関する法律	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律
	組織(形態)	二以上の当事者の契約に基づき、各当事者が出資をし、共同事業を行う組織(法人ではない)(§667)	(同左) ただし、業務執行を行わない組合員の責任を出資額に限定(有限責任)することを法的に担保 (§9)	営業者と匿名組合員の二当事者間の契約に基づき、匿名組合員が営業者に出資をし、営業から生じる利益の分配を受ける組織(法人ではない)(§535) 営業者は複数の匿名組合契約締結が可能だが、出資者相互間の法律関係は存在しない	財産権を有する者(委託者)が契約等に基づき他人(受託者)に財産権の管理・処分権を帰属させ、一定の目的に従って、委託者本人又は第三者(受益者)のために受託者をしてその財産権を管理・処分させる法律関係 (§1)	資産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的として設立された社団 (§2) 成立時の出資総額1億円 (§68)、最低限度の純資産額5千万円 (§67)	特定資産の流動化を行うために設立された社団(商法上の会社とは異なる) (§2) 株式会社と比較して、組織、資本の面で簡素化(取締役1人以上、最低資本金300万円) (§64、19)
	財産の帰属	総組合員の共有(含有) (§668) 組合員による(1)持分処分の制限、(2)組合財産分割請求の禁止 (§676)	(同左) (§16)	営業者の所有 (§536)	受託者の名義 (§1) 受託者が数人いるときはその含有 (§24①)	証券投資法人の所有	特定目的会社の所有
	組織・活動に関する根本原則	組合契約の定め	中小企業等投資事業有限責任組合契約の定め (§3)	匿名組合契約の定め	信託行為の定め	規約の作成 (§66)	定款の作成 (§18)
出資者等の地位	出資者等の権利 (: 自益権 : 共益権)	組合員の損益分配 (§674) 業務執行組合員の解任権 (§672) 業務及び組合財産の状況の検査権 (§673) 組合の解散請求権 (§683)	組合財産の分配 (§10) 無限責任組合員の解任権 (§16) 業務及び組合財産の状況の検査権 (§16) 財務諸表等の閲覧権等 (§8) 組合の解散請求権 (§16)	利益配当請求権 (§538) 営業監視権 (§542)	〔受益者〕 信託の利益享受 (§7) 信託の本旨に反する信託財産の処分取消権 (§31) 〔受益者/委託者〕 受託者の解任請求権 (§47) 信託違反・分別管理義務違反による損失填補、信託財産の復旧請求権 (§27) 書類閲覧権等 (§40)	金銭の分配 (§136) 投資主総会における決議 (§89) 執行役員等の解任請求権 (§99等) 執行役員等に対する代表訴訟提起権、差止請求権 (§110) 計算書類等の閲覧権 (§132) 帳簿閲覧権等 (§138) 業務及び財産状況の調査のための検査役選任請	利益の配当 (§101) 社員総会における決議(優先出資社員にも一定の場合に議決権が認められる) (§50等) 取締役等の解任請求権 (§67) 取締役等に対する代表訴訟提起権、差止請求権 (§75、77等) 計算書類等の閲覧権 (§94等) 帳簿閲覧権等 (§104)

出 資 者 等 の 地 位	出資者等の責任	無限責任（債権者はいつでも各組合員の個人財産にかかっている） 組合員の損失分担の割合によるが、債権者が知らないときは平等の割合での分割債務となる（§ 674、675）	〔無限責任組合員〕 無限責任（連帯責任）（§ 9） 〔有限責任組合員〕 有限責任（(1)その氏名等を組合の名称中に用いることを許諾した場合、(2)業務執行組合員であると誤認させるような行為があった場合は、無限責任社員と同一の責任を負う）（§ 5、9）	匿名組合員は有限責任（匿名組合員がその氏名等を営業者の商号中に用いた場合等は、それ以後に生じた債務は営業者との連帯責任）（§ 537）	信託の解除権（§ 57等） 〔受託者〕 受託者の信託行為による受益者に対する債務は、信託財産を限度とした物的有限責任（§ 19） 〔受益者〕 受託者が信託財産に関し負担した費用・損害の補償義務（受益者が受益権を放棄した場合を除く）（§ 36②③）	求権（§ 139） 規約変更の投資主総会の決議（§ 140） 運用会社との資産運用に係る業務委託契約の投資主総会の承認等（§ 198）	業務及び財産状況の調査のための検査役選任請求権（§ 105） 定款変更の社員総会の決議（§ 114）
	地位の譲渡・脱退	組合員の地位は他の組合員の同意なく譲渡できない（判例） 組合員は原則としていつでも脱退できるが組合の同一性を失う場合にはできない。（§ 678）	（同左） 組合員はやむを得ない場合を除いて脱退できない（§ 11）	営業者の地位は匿名組合員の同意なく譲渡できない 匿名組合員の地位は営業者の同意なく譲渡できない 各当事者は一定の場合に匿名組合契約を解除できる（§ 539）	原則として譲渡性を有する	投資証券の交付により投資口の譲渡が可能（譲渡制限は設けることはできない）（§ 78）	特定社員以外に特定持分を譲渡するときは社員総会の承認が必要（§ 29） 優先出資証券の交付により優先出資の譲渡が可能（譲渡制限は設けることはできない）（§ 41）
ガ バ ナ ン ス	業務の執行	各組合員による業務執行が基本（組合の常務以外の業務は過半数の組合員の同意が必要）（§ 670） 業務執行組合員や組合員以外の第三者への業務執行の委任も可能（§ 670）	無限責任組合員が業務を執行（組合の常務以外の業務は過半数の無限責任組合員の同意が必要）（§ 7）	営業者の単独事業（§ 536）	受託者が信託財産の管理・処分権者となる（§ 4） 受託者が数人いる場合は共同で信託事務の処理を行うことが必要（§ 24 ②） やむをえない理由がある場合等に関し、受託者は他者に信託事務を処理させることができる（§ 26）	執行役員が証券投資法人の業務を執行し、証券投資法人を代表（§ 97）	取締役が特定目的会社の業務を執行し、特定目的会社を代表（§ 69） 取締役が数人いるときは過半数の取締役の同意が必要（§ 68） 〔取締役会及び代表取締役の設置は定められていない〕

ガ バ ナ ン ス	業務執行者等の責任	善管注意義務(§ 671)	善管注意義務(§ 16)	善管注意義務 競業禁止義務	善管注意義務(§ 20) 忠実義務(§ 22) 自己執行義務(§ 26) 分別管理義務(§ 28)	善管注意義務(§ 99等) 忠実義務(§ 99等) 証券投資法人に対する責任(§ 109) 第三者に対する責任(§ 110) 執行役員等との取引の禁止(§ 195)	善管注意義務(§ 65等) 競業禁止義務(§ 71) 利益相反取引の規制(§ 72) 特定目的会社に対する責任(§ 73等) 第三者に対する責任(§ 74等) 忠実義務(§ 78)
	業務執行に対する監視	組合員の業務及び組合財産の状況の検査権(§ 673)	組合員の業務及び組合財産の状況の検査権(§ 16)	匿名組合員の営業監視(営業者の業務及び財産の状況の検査等)(§ 542)	信託の管理方法の変更請求権(§ 23) 書類閲覧権(§ 40)	監督役員の選任(執行役員の職務執行の監督、業務及び財産の状況の調査権)(§ 103等) 役員会の設置(執行役員の職務執行の監督等)(§ 107等) 会計監査人による会計監査(§ 117等)	監査役の存置(取締役の職務執行の監査)(§ 79等) 一定の場合における会計監査人による会計監査(§ 85等) 特定社債管理会社の設置(業務及び財産の状況の調査権)(§ 109等)
そ の 他	ディスクロージャー	(な し)	財務諸表等の作成及び備置き(§ 8)	(な し)	信託事務に関する帳簿の備置き及び財産目録の作成(§ 39) 〔 貸借対照表の公告 〕 (信託業法 § 13)	資産運用の対象及び方針、資産評価基準の規約への記載(§ 67) 役員会における計算書類の承認に関する投資主への通知(§ 131) 計算書類の作成及び備置き(§ 132) 〔 証取法に基づく 〕 ディスクロージャー	資産流動化計画の策定(定款に記載が必要)(§ 5) 資産流動化実施計画の策定(§ 6) 資産流動化計画等の公衆縦覧(§ 7) 優先出資申込証等に裏付けとなる特定資産の概要等の記載(§ 38等) 計算書類等の作成及び備置き、公告(§ 94等) 〔 証取法に基づく 〕 ディスクロージャー
	主務官庁等による監督等	(な し)	(な し)	(な し)	裁判所の監督(営業信託を除く)(§ 41) 公益信託の主務官庁による監督(§ 67等) 〔 主務大臣による監督(信託業法 § 17等) 〕	主務官庁による監督(§ 211等)	主務官庁による監督(§ 154等)

機能面に着目した我が国の集団投資スキーム関連法制の諸規定

未定稿

法律	証券取引法	信託業法	証券投資信託及び証券投資法人に関する法律	
業者	証券会社	信託会社	証券投資信託委託業者	証券投資法人
業務	証券業： 有価証券等の売買、その媒介・取次ぎ・代理等、引受け、売出し、募集等の取扱い、PTS等（§2⑧）	信託業	信託契約の締結、信託財産の運用指図等	資産の運用
機能	1～4、6、7	主として5、6、8	1、4、5、6、7、8	1、4、5、6、7、8
すべての機能に対するルール	§33：誠実公正義務	信託法§20：受託者の善管注意義務 信託法§22：信託財産と受託者固有財産との区分→忠実義務の原則の一つと解釈 信託法§26：自己執行義務	§14：忠実義務 { §27：直接募集につき証券法§33を準用 }	—————
1 販売・勧誘			{ §27：直接募集につき証券法§33を準用 }	{ §197：直接募集（特定設立企画人等又は特定証券投資信託委託業者等による募集）につき証券法§33を準用 }
(1) 説明義務	§38：証券会社の取引態様の事前明示義務 §40：契約締結前の取引概要書の交付（有価証券先物取引等） §41：取引成立後の取引報告書の作成、交付	—————	§26②：信託約款の内容を記載した書面の交付 { §27：直接募集につき証券法§41を準用 }	§71②、122：投資口申込証の作成 { §197：直接募集につき証券法§41を準用 } { §203：運用会社となる証券投資信託委託業者につき顧問業法§14、15の準用 }
(2) 適合性原則	§43一：適合性原則	—————	{ §27：直接募集につき証券法§43を準用 }	{ §197：直接募集につき証券法§43を準用 }
(3) 勧誘規制 広告規制	§42①：断定的判断の提供による勧誘の禁止（一～四）、一任勘定取引の禁止（五）、営業特金の禁止（六）、大量推奨販売勧誘の禁止（七） §44一、二：投資顧問業や証券投資	—————	{ §27：直接募集につき証券法§42①一、五、六を準用 } §34：販売禁止等命令	{ §197：直接募集につき証券法§42①一、五、六を準用 } §201②一：運用会社の詐欺的行為の禁止 { §203：運用会社となる証券投資信託委託業者につき顧問業

	信託委託業を併営する場合の利益相反取引の勧誘の禁止			〔 法§13の準用 〕 §219：販売禁止等命令
2 売買 3 仲介 4 引受、売出	§39：向かい呑みの禁止 §42①八：フロントランニングの禁止 §42の2：損失補填等の禁止 §44三、四：投資顧問業や証券投資信託委託業を併営する場合の利益相反の防止 §45：アームズレングズルール等 §129：呑み行為の防止	—————	{ §27：直接募集につき証取法§42の2、45を準用 }	§196：執行役員による募集等の禁止 { §197：直接募集につき証取法§42の2、45を準用 }
5 資産運用	—————	§9：損失補填及び利益補足の限定 §10：信託財産と固有財産の区分 §11：資産運用の制限	§15①：自己売買取引、スキヤルピング等の禁止 ②：アームズレングズルール §16：運用指図の量的制限 §17：運用指図に係る権限の委託 §20：運用会社業務、投資顧問業等を併営する場合の利益相反の防止 §21：証券業を併営する場合の利益相反の防止 §33：運用報告書の作成、交付 §36：信託財産等に関する帳簿書類の作成、閲覧	[証券投資法人] §193：資産運用の範囲 §194：資産運用の制限 §195：執行役員等との取引の禁止 [運用会社] §198：運用会社への資産運用の委託義務 §199：運用会社の制限等 §201①：忠実義務 ②：損失補填等の禁止 ③：アームズレングズルール §202：資産運用権限の再委託 §204：運用会社の責任 §205等：資産運用に係る委託契約の解約
6 資産管理	§47：顧客資産の分別管理 §47の2：顧客資産の利用制限	{ 信託法§28：信託財産と固有財産の分別管理 }	§4：信託会社との間における証券投資信託契約の締結（信託財産として分別管理） §28：金銭、受益証券等の預託の受入れの禁止	[資産保管会社] §208：資産保管会社への資産の保管に係る業務の委託義務 §209：忠実義務 §210：資産保管会社の責任
7 助言	▷ 1（3）を参照	—————	(▷ 直接募集)	(▷ 直接募集)
8 仕組み行為	—————	§4：信託の引受け	§2①：信託の設定	第三編第一章（証券投資法人） §70、99、104：設立企画人、執行役員、監督役員の忠実義務

法 律	有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律		商品投資に係る事業の規制等に関する法律	
業 者	投 資 顧 問 業 者	認 可 投 資 顧 問 業 者	商 品 投 資 販 売 業 者	商 品 投 資 顧 問 業 者
業 務	有価証券投資に係る助言	有価証券投資に係る助言、投資一任契約の受任	商品投資契約の締結・その媒介等、商品投資受益権の販売・その媒介等	商品投資に係る投資一任契約の受任
機 能	1、7	1、5、7	1、3、4、5、7、8	1、5、7
すべての機能に対するルール	§21：忠実義務	§30の2：忠実義務	—————	§41：忠実義務
1 販売・勧誘	(▷ 7を参照)	(▷ 5を参照)		(▷ 5を参照)
(1) 説明義務	(§14、15)	(§33において§14、15を準用)	§16：契約成立前の書面の交付 §17：契約成立時の書面の交付	(§35、36)
(2) 適合性原則	—————	—————	—————	—————
(3) 勧誘・広告規制	(§13) §22①一～三：詐欺的勧誘等の禁止	(§33において§13を準用) §30の3①一～三：詐欺的勧誘等の禁止	§15：広告の規制 §23：詐欺的勧誘の禁止 §24：不当な勧誘等の禁止 §19：商品投資契約等クーリングオフ	(§34) (§43において§23、24を準用)
2 売買 3 仲介 4 引受、売出	—————	—————	(§18) (▷ 5を参照)	
5 資産運用	—————	(§33において§13～16、18～20を準用) §30の3①四～七：スキャルピング、損失補填等の禁止 ②：アームズレングスルール §30の4：顧客から一任された投資判断等の全部の再委任の禁止 §31の2：証券投資信託委託業を併営する場合の利益相反の防止 §31の3：証券業を併営する場合の利益相反の防止	§18：運用状況報告書の作成、交付 §21：商品投資顧問業者等以外の者に一任する商品投資契約締結等の禁止	§34：広告等の規制 §35：契約締結前の書面の交付 §36：契約締結時の書面の交付 §37：運用状況報告書の作成、交付 §38：顧客に対する書面の交付（利益相反等の開示） §40：金銭、有価証券の預託の受入等の禁止 §42一：自己売買の禁止 二：スキャルピングの禁止 (§43において§23、24を準用)

		§32：顧客資産の状況報告書の作成、交付		
6 資産管理	(§19) (▷ 7を参照)	(§33において§19を準用) (▷ 5を参照)	—————	(§40) (▷ 5を参照)
7 助言	§13：広告等の規制 §14：契約締結前の書面の交付 §15：契約締結時の書面の交付 §16：顧客に対する書面の交付（利益相反等の開示） §17：投資顧問契約のクーリングオフ §18：顧客を相手方とした証券取引行為の禁止 §19：金銭、有価証券の預託の受入等の禁止 §20：金銭、有価証券の貸付、貸付媒介等の禁止 §22①四～八：スキュルピング、損失補填等の禁止 ②：アームズレングスルール §23の2：証券投資信託委託業を併営する場合の利益相反の防止 §23の3：証券業を併営する場合の利益相反の防止	▷ 1（3）を参照	▷ 1（3）を参照	▷ 5を参照
8 仕組み行為	—————	—————	§2④：商品投資契約の締結	—————

	不動産特定共同事業法	特定債権等に係る事業の規制に関する法律	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律	保 険 業 法
業 者	不動産特定共同事業者	小口債権販売業者、特定債権等譲受業者	特 定 目 的 会 社	生命保険会社、損害保険会社
業 務	不動産特定共同事業契約の締結、その媒介等	〔販売業者〕 小口債権の販売契約の締結、その媒介等 〔譲受業者〕 特定債権等の譲受け	特定資産の流動化	保険の引受け等
機 能	1、4、5、6、7、8	〔販売業者〕 1、4 〔譲受業者〕 5、6、8	1、4、5、6、8	1、4、5、6、7、8
すべての機能に対するルール	§14①：信義誠実義務 ②：投機的取引の抑制義務 §31：秘密遵守義務	—————	—————	§100の2：保険会社の業務に係る重要な事項の顧客への説明義務 §100の3：アームズレングスルール §299：保険仲立人の誠実義務
1 販売・勧誘		〔販売業者〕 §59：小口債権販売契約のクーリングオフ		§309：保険契約の申込みの撤回又は解除（クーリングオフ）
(1) 説明義務	§24：契約の成立前の書面の交付 §25：契約の成立時の書面の交付	§57：契約成立前の書面の交付 §58：契約成立時の書面の交付	§38：優先出資申込証の作成、申込者の資産流動化計画の閲覧権等 §110：特定社債申込証の作成、申込者の資産流動化計画の閲覧権等	§296：保険仲立人による顧客への書面の交付（氏名等の明示） §297：保険仲立人による手数料、報酬等の開示 §298：保険仲立人による結約書交付（商法§546） §300①：保険契約の締結、保険募集に関する説明義務等
(2) 適合性原則	—————	—————	—————	
(3) 勧誘・広告規制	§18：広告の規制 §20：不当な勧誘等の禁止 §21：断定的判断の提供による勧誘の禁止等	§56：広告の規制 §61：詐欺的勧誘の禁止 §62：不当な勧誘の禁止	—————	§300①七：保険募集に係る断定的判断の提供禁止
2 売買 3 仲介 4 引受、売出				

5 資産運用	<p>§ 19：事業実施の時期に関する制限 § 23：約款に基づく契約締結義務 § 26：不動産特定共同事業契約のク ーリングオフ § 28：財産管理状況報告書の交付等</p>	<p>〔譲受業者〕 § 44：余裕金の運用制限</p>	<p>§ 143：特定資産の譲受けの契約の 要件等 § 145：信託受益権を譲り受ける場 合の特例 § 151：資金の借入の制限 § 152：特定資産の処分等の制限 § 153：余裕金の運用制限等</p>	<p>§ 97②③：資産運用の方法</p>
6 資産管理	<p>§ 27：財産の分別管理</p>		<p>§ 144①：特定資産の管理及び処分 に係る業務の委託 ②：特定資産の信託 ③：受託者による分別管理 § 146：債権の取立委託の制限 § 147：不動産取引の委託の制限</p>	
7 助言	<p>▷ 1（3）を参照</p>	<p>—————</p>	<p>—————</p>	<p>▷ 1（3）を参照</p>
8 仕組み行為	<p>§ 2④：不動産特定共同事業契約の 締結</p>	<p>〔譲受業者〕 第二章第一節（特定債権等の譲渡）</p>	<p>第三章（特定目的会社） § 149：特定約束手形の発行</p>	<p>§ 97①：保険の引受け</p>

我が国の資産運用関連法制における受託者責任の考え方

未定稿

	信託法	証券投資信託及び証券投資法人に関する法律		投資顧問業法	商品ファンド法	S P C法	厚生年金保険法
		証券投資信託委託業者	証券投資法人	投資顧問会社	商品投資顧問会社	特定目的会社	厚生年金基金
善管義務	信託事務の処理における善管注意義務 (§ 20)	法形式的には委託業者と受託会社との間に信託関係が存在し、実質的には委託会社と受益者との間にも信託類似の関係が存在	執行役員、監督役員の証券投資法人との委任の関係に基づく善管注意義務 (§ 99 ①、104において商法 § 254 ③を準用、民法 § 644)	投資顧問一任契約という委任ないし準委任契約の受任者としての善管注意義務 (民法 § 644)	商品投資顧問契約という委任ないし準委任契約の受任者としての善管注意義務 (民法 § 644)	取締役、監査役の S P C との委任の関係に基づく善管注意義務 (§ 65 ③、84 ①)において商法 § 254 ③を準用、民法 § 644)	業務全般について基金との委任の関係に基づく善管注意義務 (理事等) (民法 § 644)
忠実義務	受託者は信託財産を自らの固有財産とすること、信託財産に係る権利を取得することはできない (忠実義務の原則の一つとして解釈) (§ 22)	受益者に対する忠実義務 (§ 14)	・執行役員、監督役員の証券投資法人に対する忠実義務 (§ 99 ①、104において商法 § 254 ③を準用) ・設立企画人、一般事務受託者、運用会社、資産保管会社の証券投資法人に対する忠実義務 (§ 70, 112, 201, 209)	顧問に対する忠実義務 (§ 21, 30の2) *英米法における忠実義務を、信託的法律関係を基礎とする投資顧問業及び投資一任契約に係る業務にも導入したもの	顧客に対する忠実義務 (§ 41)	取締役の S P C に対する忠実義務 (§ 78)において商法 § 254 ③を準用)	積立金の管理、運用に関する忠実義務 (理事等) (§ 120の2 ①)
自執行	受託者はやむを得ない理由がある場合を除き、他者に信託事務を処理させることができない (§ 26)	運用の指図を行う特定信託財産につき当該指図に係る権限の全部又は一部を委託することが可能 (§ 2 ①、17)	〔一般事務及び資産の運用、保管に係る業務を委託しなければならない (§ 111, 198, 208)〕 〔運用会社は運用の権限の一部を再委託することが可能 (§ 202)〕	締結した投資一任契約のすべてを投資一任契約に係る認可を受けた投資顧問業者等に再委任してはならない (§ 2 ④二、30の4)	「商品投資顧問契約」は、投資判断の全部又は一部を一任され、顧客のため投資を行うのに必要な権限の委任を内容とする契約 (§ 2 ⑥)	〔S P C は特定資産の管理及び処分に係る業務を一定の要件を満たす者に委託するか、特定資産を信託しなければならない (§ 144)〕	〔基金は年金給付等積立金の管理及び運用に関する契約を信託会社等と締結することが可能 (§ 130の2 ①②)〕
分管義務	信託財産は受託者の固有財産及び他の管理することを要する (§ 28)	〔信託会社または信託業務を含む銀行を信託契約の受託者とする (§ 4)〕 〔受益証券等の預託の受入れを行う行為は禁止されている (§ 28)〕	〔資産管理会社に資産の保管を委託しなければならない (§ 208)〕	〔顧客資産を預かる行為は禁止されている (§ 19)〕	〔顧客資産を預かる行為は禁止されている (§ 40)〕	〔特定資産を委託する者が特定資産を分別管理する旨の契約書への記載が必要 (§ 144 ③)〕	〔基金と金融機関等有価証券の保管の委託に関する契約の締結 (§ 130の2 ④)〕

投資信託の各国比較

未定稿

	日 本		アメリカ	イ ギ リ ス	
根拠法	証券投資信託及び証券投資法人に関する法律		1940年投資会社法	1986年金融サービス法 1996年OEIC法	
形態	契約型と会社型		会社型が中心	契約型と会社型	
類型	契 約 型	会 社 型	会 社 型	契 約 型	会 社 型
	証券投資信託 (契約型投資信託) (オープン・エンド)	証券投資法人 (会社型投資信託) (オープン・エンド、クローズド・エンド)	投資会社 (Investment company) (1) 額面証券会社 (2) 単位型投資信託 (3) 管理型投資会社 オープン・エンド会社 クローズド・エンド会社 【(3)の が中心】	ユニット・トラスト (オープン・エンド)	(1) インベストメント・トラスト (クローズド・エンド) (2) OEIC (Open-ended Investment Company) (オープン・エンド)
ファンドの性格	投資信託委託業者と信託銀行間の信託契約による信託財産	証券投資法人の財産	投資会社の財産	管理会社と受託会社間の信託契約による信託財産	インベストメント・トラスト又はOEICの財産
投資対象	主として有価証券		有価証券、不動産、金、商品先物、オプション等	あらゆる種類の財産	(1) 有価証券、不動産、商品等 (2) 譲渡可能証券
業務の担い手	投資信託委託業者 ・金融再生委員会の認可が必要 ・信託約款は届出制 ・証券投資法人の運用会社業務、投資顧問業、投資一任業、証券業の兼業が可能 ・その他の業務を営む場合には金融再生委員会の承認が必要	証券投資法人 ・金融再生委員会への登録が必要 ・資産の運用以外の行為の営業はできない	投資会社 ・ほとんどが株式会社形態とビジネス・トラスト形態 ・SEC (Securities and Exchange Commission)への登録が必要	管理会社 ・金融サービス法上の認可業者でなければならない(通常は銀行)、他業を行うことはできない ・信託契約は、FSA (Financial Services Authority)の認可が必要	(1) 投資会社 ・会社法に基づき設立される株式会社 ・金融サービス法上の集合投資計画に該当せず、投資会社自体は金融サービス法に縛られないが、投資管理者は同法に従う (2) OEIC ・OEIC法に基づき設立される会社。FSA (Financial Services Authority)の認可が必要

					<ul style="list-style-type: none"> ・ 設立証書、定款変更は FSA の許可が必要 ・ 金融サービス法の集合投資計画に該当
ガバナンス機能	<ul style="list-style-type: none"> ・ 帳簿閲覧請求 ・ 公認会計士による監査（証券取引法） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資主総会における議決権行使 ・ 執行役員の違法行為差止請求 ・ 帳簿閲覧請求 ・ 監督役員、役員会による執行役員の職務執行の監督 ・ 会計監査人による監査 ・ 公認会計士による監査（証券取引法） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主総会における議決権行使 ・ 社外取締役（取締役会の 4 割以上）による監督 ・ 公認会計士による監査 	<ul style="list-style-type: none"> ・ ユニット保有者集会における議決権行使 ・ 独立したトラスティ（受託会社）によるチェック等 ・ 公認会計士による監査 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主総会における議決権行使 ・ 法人取締役による監督及び預託機関によるチェック（(2)のみ） ・ 会計監査人による監査
資産の運用者	投資信託委託業者	<u>運用会社</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資信託委託業者又は投資一任業者 	<u>管理会社</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 通常は投資顧問会社。投資会社との契約に基づき投資の助言等を行う。 	管理会社	<ul style="list-style-type: none"> (1) 投資会社（実質的にはその親会社） (2) 指定法人取締役（認可を受けた資産運用業者）
資産の保管者	信託銀行	<u>資産保管会社</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 信託銀行又は証券会社 	<u>保管会社</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 通常は、銀行 	<u>受託会社</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融サービス法上の認可業者でなければならない。通常は、主要銀行、保険会社。 	<u>預託機関</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融サービス法上の認可業者でなければならない。通常は銀行。
販売者	証券会社、投資信託委託業者、銀行、保険会社等		アダプター、ブローカー、ディーラー、銀行、投資会社（直販）等	金融サービス法上の認可業者	